جامعة الجزائر – 3 –

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

أسواق الأوراق المالية الخليجية: تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة

أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم- تخصص نقود ومالية -

من إعداد الباحث: أحمد رجراج

تحت إشراف: الأستاذ الدكتور كمال بن موسى

أعضاء لجنة المناقشة

الأستاذ الدكتور عمر صخري..رئيسا

الأستاذ الدكتور كمال بن موسى......................................مقررا

الأستاذ الدكتور محمد براق...ممتحنا

الأستاذ الدكتور رشيد بوكساني ....ممتحنا

الأستاذ الدكتور مسعود مجيطنة...................................... ممتحنا

الدكتور يوسف دبوب...ممتحنا

السنة الجامعية: 2013/2012

- قال المزني تلميذ الشافعي: قرأت كتاب الرسالة على الشافعي ثمانين مرة، ما من مرة إلا وكان يقف على خطأ. فقال الإمام الشافعي: هيه- أي حسبك- واكفف، أبى الله أن يكون كتابا صحيحا غير كتابه.

- وأنشد يعقوب بن أحمد الأديب لنفسه:

كم من كتاب قد تصحفته وقلت في نفسي قد صححته
ثم إذا طالعته ثانيا رأيت تصحيفا فأصلحته

- وقال المحدث خلف بن هشام البزار: قلمي على كتابي من أربعين سنة أصلح فيه.

شكر وتقدير

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: " من لم يشكر الناس لم يشكر الله ".

انطلاقا من هذا التوجيه النبوي الشريف أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لأستاذي الفاضل الدكتور كمال بن موسى على ما أسداه لي من نصح وتوجيه وإرشاد، فقد أعطاني من وقته – مع كثرة أعبائه وأشغاله– الشيء الكثير، وكان لأرائه وتوجيهاته الأثر الكبير في انجاز هذا البحث وإخراجه بهذه الحلة.

وشكر مثله أزفه إلى الدكتور إسماعيل يامين بالمملكة الهاشمية الأردنية على ما قدمه لنا من كرم الضيافة وحسن المعاملة وصدق التوجيه خلال إقامتنا بالمملكة الهاشمية الأردنية.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأساتذة الفضلاء أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الرسالة ومنحهم من وقتهم الثمين لقراءة الرسالة وتقويم خطأها وتثبيت صحيحها.

ولا يفوتني في هذا المقام إسداء الشكر إلى الأساتذة الفضلاء ممن تواصلت معهم عن طريق شبكة الانترنت، وكانت أرائهم ونصائحهم بمثابة درر نفيسة زادت من إثراء الموضوع، وأخص بالذكر: الدكتور وليم عاطف أندراوس، والأستاذ الخليفة يوسف الخليفة، والدكتور على القرداغي.

والشكر موصول لكل من بذل معي معروفا خلال تحضيري لهذه الرسالة، و أركز على الدعم المعنوي الذي شحذ همتي في مرحلة هوت إلى الحضيض، فكانت لهذه المعونة الأثر البالغ في إتمام هذه الرسالة.

إهداء

إلى الذين لا أحصي فضلهما علي

إلى الذين أدعو الله تعالى أن يرحمهم

كما ربياني صغيرا

إلى روح أبي

إلى أمي بارك الله في عمرها

إلى أفراد عائلتي واخص بالذكر أختي كلثوم

أهدي هذا العمل...

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

قائمة الأشكال

المقدمة العامة

إن سنة الله في خلقه اقتضت وجود العديد من الأسواق كأماكن أو مجالات تتيح للبشرية أفرادا وجماعات الحصول على احتياجاتها مما هو مطروح فيها من أموال على اختلاف أصنافها. وإذا كانت الأسواق، بوجه عام، على درجة من الأهمية، فان هناك نوعية منها تكتسي أهمية أكبر لما هو مناط بها من مهام، وما تقوم به من وظائف. إنها أسواق الأوراق المالية، حيث تؤدي هذه الأسواق دورا بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية في الدول التي تنتهج منهج اقتصاد السوق، إذ يتسنى من خلالها تعبئة وحشد المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى أوجه الاستخدامات الاستثمارية المختلفة والتي من شأنها توسيع قاعدة الإنتاج المادي وتوفير فرص عمل جديدة وتوليد دخولا جديدة تساهم في تمويل الطلب على الإنتاج وتفعيله مما ينعكس إيجابا على فعالية الاقتصاد.

ومن ثم أصبحت سوق الأوراق المالية من أهم مصادر التمويل ورافدا من أهم روافد التنمية الاقتصادية، حيث بدأت تتجه إليها الدول الانجلوسكسونية منذ منتصف السبعينات، والدول المتقدمة الأخرى مع مطلع الثمانينات، وهذا ما عرف بالتحول من اقتصاد الاستدانة الذي يرتكز على القروض المصرفية لتمويل الأنشطة الاقتصادية، إلى اقتصاديات الأسواق المالية، حيث تشير البيانات المتوفرة في فترة خلت، إلى استمرار النمو لأسواق السندات الأوروبية والتي قدرت مبالغها في نهاية 1993 بأكثر من 500 مليار دولار، في الوقت الذي واصلت فيه أسواق القروض الأوروبية المشتركة إظهار بوادر الضعف المتزايدة، إذ قدر حجمها في العام المذكور بحوالي 100مليار دولار.

إن هذا التغير الحاصل في نمط التمويل العالمي، في الحقيقة، هو نتاج مجموعة من السياسات والعوامل والمتغيرات التي حصلت في الهياكل المالية في العالم، من أهمها: انهيار نظام "بروتن وودز" سنة 1971 واستبداله بنظام أسعار الصرف العائمة اثر إعلان الرئيس الأمريكي "نيكسون" عن فك ارتباط الدولار بالذهب، وأزمة الدين الخارجي التي انتشرت آثارها سنة 1982 اثر عجز وتوقف البلدان النامية المدينة عن سداد ديونها وما واكبها من انحسار سريع في منح الإقراض المباشر من المصارف التجارية لمشروعات التنمية على مستوى العالم حيث استشعرت كثير من هذه المصارف الخطر المحدق الذي يهددها بالإفلاس، واتجاه دول أوروبا الشرقية والعديد من الدول النامية نحو تطبيق آليات السوق وتحرير اقتصادياتها، ولجوء الشركات الكبرى إلى الأسواق المالية مباشرة لتوفير احتياجاتها المالية وإدارة احتياطاتها النقدية.

ومنذ ذلك الوقت والأسواق المالية تشهد تطورات مذهلة وهائلة ومتلاحقة لم تعهدها من قبل، لدرجة أن حكومات دول العالم لم تعد تتمتع بالقدرات الكافية لمواجهة ومقاومة زخم هذه التغيرات. فأسواق الأوراق المالية في معظم الدول، والمؤسسات العاملة فيها، أصبحت تتمتع بقدر من الحرية لم يسبق لها مثيل في إدارة شتى العمليات المالية، وأتاحت وتتيح هذه الأسواق الفرصة لتدفق رؤوس الأموال عبر الحدود القطرية والقومية وعبر القارات دون حواجز أو موانع من خلال إزالة السقوف على أسعار الفائدة والاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية والإجرائية على تدفق رأس المال، وتخفيف الضرائب على العمليات المصرفية والمالية والسماح

للمصارف والمؤسسات المالية بتقديم الخدمات المتنوعة التي تتعدى تخصصها التقليدي، وإطلاق حرية الحركة في أسعار الفائدة والصرف وأجور الخدمات المالية، وفتح الأسواق الوطنية أمام عمل الأجانب. وترافقت موجة التحرر هذه مع ظاهرة أخرى لا تقل أهمية وهي إزالة العقبات التي تحول دون انتقال رؤوس الأموال الحواجز الجغرافية بين الأسواق النقدية والمالية في العالم، أو ما يعرف بعولمة الأسواق المالية وترابطها في كنف ما يعرف بظاهرة العولمة الاقتصادية، فما يجري في بورصة نيويورك يجد له صدى وتأثير في البورصات الأوروبية والأسيوية، حيث أصبح العالم كله بمثابة سوق مالية واحدة تتلاشى فيها الحدود الجغرافية والسياسية في ظل الثورة التكنولوجية الهائلة، وثورة المعلومات والاتصالات التي أدت إلى إلغاء حواجز الزمن والمسافات بين دول العالم، والتي عجلت بتدفق وانسياب رؤوس الأموال بين الدول، وحققت قفزة نوعية وكمية في تجارة الأدوات المالية والنقدية بأنواعها المختلفة، وأدت إلى ظهور أدوات وخدمات مالية جديدة ومتنوعة لتشهد علي ميلاد فترة تتسم بالفوضى المالية والتقلبات الشديدة في أسعار الأصول المالية من دون وجود المبررات الاقتصادية، والسعي الحثيث وراء الأرباح بعيدا عن النشاط الإنتاجي وإنما من خلال المقامرة والمضاربة على أسعار الأصول المالية.

هذه التغيرات والتطورات التي اجتاحت أسواق الأوراق المالية العالمية فرضت على دول العالم، وخاصة الدول النامية، التكيف مع الحقائق الجديدة للأسواق المالية التي رسمها رأس المال العالمي، وبضغوط من المؤسسات المالية الدولية والشركات المالية الكبيرة، فسعت معظم دول العالم إلى تطبيق سياسات وإصلاحات اقتصادية ترمي إلى فتح أسواقها وتحريرها من القيود، ووضع البنية الأساسية لتعميقها والسعي لاستيعاب المستجدات في المنتجات والمؤسسات المالية، والعمل على زيادة جاذبية هذه الأسواق وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية، واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

وموازاة مع هذه التحولات، شهدت الدول العربية مع مطلع الثمانينات إصلاحات هيكلية في مجال تطبيق برامج التنمية الاقتصادية، وإن كانت تتفاوت من حيث أولويتها ووتيرة وكفاءة التنفيذ من دولة إلى دولة، وتبنت فلسفة جديدة لتسيير وإدارة الاقتصاد الكلي ترتكز على تحرير الأنشطة الاقتصادية من القيود من خلال تحرير العملة الوطنية وإلغاء الرقابة على النقد وتحرير التجارة الخارجية والإصلاح الضريبي والجمركي وإيجاد سوق مالية فعالة وإلغاء الدعم وتقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي وتسليم دواليب النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص في مجالات كانت حكرا على القطاع العام.

وإدراكا بأهمية الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في تجميع المدخرات وإحالتها لتمويل التنمية الاقتصادية، فقد استحوذت قضية إنشاء أو تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية قدرا لا يستهان به من الأهمية في برامج الإصلاح الهيكلي لاقتصاديات تلك الدول، ودليل ذلك أنه في منتصف الثمانينات لم يكن في المنطقة العربية سوى ستة بورصات ثم تضاعف عددها وارتفع إلى أربعة عشر سوقا مع بداية القرن الحالي.

وتميزت دول الخليج العربي عن بقية الدول العربية في مجال تطوير أسواق أوراقها المالية، وخطت خطوات هامة نحو إيجاد أسواق أوراق مالية فعالة، وقطعت أشواطا سريعة في أقل من عشرين سنة نحو تطوير أطرها القانونية والتشريعية. فإلى عهد قريب، كانت الدولة هي المصدر الأساسي لرأس المال المستثمر، ولعبت الدور القيادي في عملية الاستثمار والتنمية الاقتصادية بسبب فائض عوائد النفط وضعف القطاع الخاص، وفي هذه الظروف تطور سوق النقد ولم تكن الحاجة ماسة لتطوير سوق الأوراق المالية. غير أنه خلال العقود الأخيرة أخذت ظاهرة إصدار الأوراق المالية تكتسب أهمية متزايدة كوسيلة بديلة للتمويل جراء امتلاك القطاع الخاص مدخرات ضخمة وفي ظل وجود ظروف تحث لأسواق الأوراق المالية الخليجية للبروز والتطور، والتي من أهمها: الطلب المتزايد على التمويل بسبب تذبذبات أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال عقد الثمانينات والتسعينات، وتضاءل الاعتماد على الصادرات النفطية، وتراجع الدولة في تمويل التنمية بسبب العجز المستمر في ميزانياتها الحكومية، والتوجه نحو الخصخصة، ما أدى إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية في هذه الدول وبالتالي تحسنت مؤشرات أدائها من حيث الحجم والسيولة والتشريعات. وما ساعد الدول الخليجية على تطوير أسواق أوراقها المالية هو التحسن الكبير في مناخها الاستثماري من خلال سعيها لتقليل الاختلال في موازينها المالية الداخلية والخارجية، والتوسع في تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي، وما درج عليه النشاط الاقتصادي بالمنطقة من سمات مميزة لسنوات طويلة، مثل انخفاض معدل الفائدة وثبات أسعار صرف عملاتها مقابل الدولار ونظم تجارة حرة ومتوسط دخل مرتفع نسبيا ودين خارجي منخفض.

أهمية الموضوع

لقد بات موضوع تطوير أسواق الأوراق المالية الخليجية من أهم مواضيع الساعة، إذ يحتل موقعا مميزا في سلم الأولويات لدى الباحثين والمؤسسات المتخصصة والمعاهد والجامعات وعلى مستوى القيادات السياسية، مما جعله يتصدر العناوين الكبرى في العديد من المؤتمرات والندوات. ويرجع هذا الاهتمام بأسواق الأوراق المالية العربية عامة والخليجية خاصة إلى الجمود والتخلف الملازمين لهذه الأسواق، ولعل حاجة الدول الخليجية اليوم لأسواق أوراق مالية تستجيب لمتطلبات التنمية الاقتصادية أصبح أكثر من ضرورة نظرا للتحديات الكبيرة التي تهدد الأمن الاقتصادي والمالي للدول الخليجية في ظل بيئة اقتصادية تسودها الفوضى وعدم الاستقرار سواء على المستوى المحلي أو الخارجي. وتتجلى أهمية دراسة واقع أسواق الأوراق المالية الخليجية وما يحدق بها تحديات ومشاكل إلى مجموعة من الاعتبارات، من أبرزها:

- اعتماد الدول الخليجية في تمويل المشاريع الاقتصادية العامة منها والخاصة على الجهاز المصرفي الذي لا يتناسب مع إنشاء المشاريع طويلة الأجل، في حين تعد سوق الأوراق المالية بمثابة بديل جيد يجب تفعيله في البلدان الخليجية لضمان توفير رأس المال بتكلفة منخفضة نسبيا.

- اتجاه الدول الخليجية خلال السنوات الماضية إلى مباشرة إصلاحات اقتصادية ومالية واسعة تهدف تحقيق التنمية فيها، ونجاح هذه البرامج والسياسات مرتبط بشكل أساسي بضرورة توافر أسواق أوراق مالية متطورة تواكب حاجات اقتصاديات الدول الخليجية، وتساير حركة بيع وحدات القطاع العام إلى القطاع الخاص، والحاجة المتزايدة لهذا الأخير للأموال لتفعيل دوره في الحياة الاقتصادية.

– تعرض الأموال العربية المستثمرة بالخارج إلى خسائر كبيرة شجعت أصحابها على التفكير في الرجوع إلى العالم العربي والتفتيش على مجالات الاستثمار في أرجائه والتي لا يمكن توفيرها بطريقة عصرية منظمة إلا عبر أسواق أوراق مالية على درجة من التطور.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل و تسليط الضوء على مجموعة من القضايا، من أهمها:

- توضيح الأداء العام لاقتصاد منطقة الخليج، من حيث حجم هذا الاقتصاد ومعدل نموه وأهم العوامل المؤثرة فيه.

- التعرف على حجم إمكانيات أسواق الأوراق المالية الخليجية ومدى مساهمتها في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

– التعرف على مدى قابلية وجاهزية أسواق الأوراق المالية الخليجية للتكامل فيما بينها في محاولة لتدوير الأموال الخليجية في الأسواق المالية المحلية خدمة للتنمية الخليجية ووصولا إلى مطلب المواطنة الخليجية.

الدراسات السابقة

من أبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث نذكر ما يلي:

دراسة سليمان المنذري بعنوان " الأسواق العربية لرأس المال: بدايتها التاريخية، خصائصها التاريخية وإمكانية التكامل فيما بينها"، أطروحة دكتوراه منشورة، دار الرازي للطباعة والنشر، بيروت، 1987.

تعتبر هذه الدراسة أول دراسة أكاديمية هامة تناولت بشيء من التفصيل واقع أسواق الأوراق المالية العربية وأهميتها للنشاط الاقتصادي العربي في الفترة 1978-1982. وقد اقتصرت هذه الدراسة على الأسواق المنظمة التي كانت ناشئة آنذاك وهي: مصر، لبنان، المغرب، تونس، الكويت والأردن. وخلصت هذه الدراسة إلى نتيجتين أساسيتين، أما الأولى فتعكس محدودية أسواق الأوراق المالية العربية وضعف دورها في إنعاش النشاط الاقتصادي من حيث ضيق نطاق الأسواق الأولية والثانوية، والتركيز الراسي للأوراق المالية والقصور التشريعي والمؤسسي الذي لازم نشأة هذه الأسواق إلى نهاية فترة الدراسة. وقد أرجع الباحث هذا القصور إلى وجود مجموعة من العوامل والتي من بينها: ضالة عرض الأوراق المالية وانخفاض الطلب عليها نتيجة غياب الثقافة البورصية، غياب الأطر القانونية والفنية المشجعة على التعامل بالأوراق المالية وهيمنة التمويل المصرفي في مد الاستثمار بالتمويل اللازم. وتتعلق النتيجة الثانية بصعوبة أو استحالة قيام سوق أوراق مالية عربية موحدة تفي بأغراض المشاريع الإنمائية العربية حيث وجود علاقة وطيدة بين إقامة سوق مالي عربي إقليمي وبين تطوير

الأسواق المالية المحلية. وقد رسم الباحث تصورين أساسين يكونان لبنة لإمكانية بناء سوق مالية عربية مشتركة، ويتعلق الأمر بتكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية لوقوع تشابه في العديد من مكوناتها وخصائصها. ويشمل التصور الثاني ربط أو تكامل جزئي بين الأسواق المالية العربية وفق آليات معينة تمهيدا لقيام سوق مالية عربية موحدة.

دراسة رمضان الشراح بعنوان " دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية"، سلسلة بنك الكويت الصناعي، العدد 18، الكويت، 2000.

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أهم التحديات التي تحدق بالأسواق المالية الخليجية في ظل ما تشهده الساحة العالمية من تغيرات وتطورات، وكيفية التعامل معها وذلك من خلال رسم رؤية تكاملية لسوق مالية خليجية موحدة تكون داعمة ودافعة للتنمية الخليجية والارتقاء بمستوى المواطنة الخليجية. وقد اعتمد الباحث على منهج الاستقراء في التعامل مع البيانات والمعلومات لغرض توصيف وتشخيص أوضاع أسواق الأوراق المالية الخليجية. وفي سبيل ذلك انتهى الباحث إلى وضع مجموعة من الاقتراحات التي من أهمها: ضرورة القيام بإصلاحات تشريعية، وتحسين المركز التنافسي لأسواق المال الخليجية بين الأسواق الدولية الأخرى، ودعم الثقة في الاستثمار بالأوراق المالية من خلال إنشاء مؤسسات تحليل المعلومات، والحد من زيادة عدد الشركات المغلقة، وإيجاد منابر إعلامية لترسيخ ثقافة الاستثمار والادخار للمواطن الخليجي.

دراسة سعيد عبد المطلب الأسرج بعنوان " تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994- 2003 مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، سلسلة بنك الكويت الصناعي، العدد 79، 2004.

تناولت هذه الدراسة الأوضاع الاقتصادية للدول العربية وتحليل أداء أسواق الأوراق المالية فيها، وتسليط الضوء على قدرة وإمكانية وآفاق التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية وبلورة عدد من المقترحات للنهوض بأداء هذه الأسواق. وعرج الباحث في ختام بحثه لإبراز واقع البورصة المصرية والتعرف على أهم خصائصها وأدائها حيث لاحظ الباحث أن أداء البورصة المصرية لا يختلف كثيرا عن أداء البورصات العربية الأخرى والتي تشترك كلها في مجموعة من الخصائص، وهي: ضالة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية، تدني قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة، ضعف الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية، ضعف الفرص المتاحة للتنويع وارتفاع درجة تركيز التداول. ويرى الباحث أن توسيع نشاط الأسواق الثانوية العربية وتعزيز الارتباط بين الأسواق المالية العربية المتجانسة وتفعيل اتفاقية التجارة العربية الحرة والسماح بانتقال الأموال بين الدول العربية سبيل لا بد منه لإرساء سوق مالية عربية وما ينتج عنها من توسيع الخدمات المالية الشيء الذي يؤدي إلى استقطاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية بكافة أشكالها.

دراسة ياسر محمد جاد الله وسيد إبراهيم عبد الفضيل بعنوان "الآفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة الاقتصادية "، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.

تناولت هذه الدراسة إشكالية تأثير العولمة الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية انطلاقا من فرضية مفادها أن العولمة الاقتصادية تؤثر إيجابا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية. وقد تطرق الباحثان إلى معالجة ستة محاور أساسية، وهي: مظاهر العولمة الاقتصادية، اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، أداء الأسواق المالية العربية، أداء الأسواق العربية الناشئة ومدى استجابتها للازمات الاقتصادية، قياس العلاقة بين العولمة وأداء أسواق الأوراق المالية العربية منتهيا بالآفاق المستقبلية للبورصة العربية الموحدة. وجاءت نتائج الدراسة تثبت صحة الفرضية حيث وجود علاقة طردية بين العولمة والممثلة بتدفق الاستثمار الأجنبي وأداء أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة 1994-2005 بنسبة 54%. كما كشفت هذه الدراسة على بدء اندماج بعض الأسواق المالية العربية في النظام المالي العالمي من خلال تأثر هذه الأسواق بالأزمة المالية الآسيوية. وأوصت هذه الدراسة بضرورة تفعيل نشاط البورصة العربية الموحدة مع العمل على إنشاء منطقة استثمار عربية موحدة وربط اقتصاديات الدول العربية مع بعضها البعض.

دراسة رشيد بوكساني بعنوان "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

تناول الباحث في هذه الدراسة المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة ومدى تحققها ووجودها في أسواق الأوراق المالية العربية. وقد أسهب الباحث في دراسة الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية في الباب الأول، واستهل الباب الثاني في تحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات أدائها والسبل اللازمة لتنشيطها وإمكانية الربط فيما بينها. وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج التي تعكس واقع هذه الأسواق من عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية وعدم التناسق بينها وبين ما هو قائم في الواقع، وغياب العدالة في الحصول على المعلومات حول أسعار أسهم الشركات المدرجة. ولتجاوز هذه العقبات يوصي الباحث في ختام دراسته بمجموعة من المقترحات، منها: إعادة النظر في التشريعات والتنظيمات المعمول بها تماشيا مع مستجدات المرحلة الراهنة وتوافقا مع الواقع الاقتصادي العربي، تعزيز الشفافية في الأسواق المالية العربية وإقرار مجموعة من التحفيزات لجذب المستثمرين والمدخرين والشركات كمنح الحوافز الضريبية، والتسريع في عملية مكننة أنظمة التداول ما يوفر السرعة في إتمام الصفقات.

دراسة إبراهيم أونور بعنوان " خصائص أسواق الأسهم العربية "، سلسلة جسر التنمية، العدد الثامن والثمانون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، فيفري 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد السمات التي تميز أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة بالأسواق المالية المتطورة ومن ثم الوقوف على أهم مواطن القصور والضعف التي تحبس هذه الأسواق عن القيام بوظائفها. وقد توصل الباحث من خلال استخدامه للمنهج التحليلي إلى تشخيص مجموعة من الخصائص التي تشترك فيها الأسواق المالية العربية والمتمثلة في: انحصار التداول في أسواق الأوراق المالية العربية على الأسهم العادية فقط في

ظل غياب البدائل المالية الأخرى، ارتفاع درجة تركيز التداول، تقلبات شديدة في أسعار الأدوات المالية وعدم ارتباطها بأساسيات الاقتصاديات العربية.

إشكالية البحث

تعتبر أسواق الأوراق المالية في عالم الاقتصاد الجديد من أكثر الأسواق تأثرا بالأحداث العالمية، سيما مع اتجاه الأسواق المالية بوجه عام إلى الاندماج والتكامل فيما بينها، ولجوء كثير من الدول إلى تحرير حساب رأس المال بما فيها الدول العربية الخليجية. فالتطورات المالية التي صاحبت موجة العولمة المالية ستلقي بظلالها على الدول الخليجية على أكثر من صعيد، إذ ستواجه هذه الدول في سعيها لجمع رؤوس الأموال من مصادر داخلية وخارجية مرحلة حافلة بالتحديات، لعل أبرز ملامحها زيادة الطلب على رؤوس الأموال لتأمين المبالغ الضرورية لتمويل خطط التنمية، وتمويل احتياجات القطاع الخاص. ففي رحاب العولمة زاد الطلب على التمويل وارتفع حجم التدفقات المالية في العالم إلى حوالي 7.5 تريليون دولار عام 2000، وهو ما يمثل أربعة أضعاف ما كانت عليه في عام 1990، وهذا ما يؤدي إلى تفاقم المنافسة الدولية على استقطاب مصادر التمويل في العالم في ظل تراجع حجم الأموال المتاحة للإقراض عالميا. وما يزيد من حجم التحديات التي تترتب عن انكشاف أسواق الأوراق المالية الخليجية على المنظومة المالية العالمية هو عدم الاستقرار المالي، وهو ما ظهر جليا في الأزمات المالية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي منذ نحو ثلاثين سنة الماضية وما انجر عنها من تبعات إقليمية ودولية.

وفي ضوء هذه الظروف، ماهي الإضافة التي أضافتها أسواق الأوراق المالية الخليجية في سبيل النهوض باقتصادياتها؟ وما مدى تأثرها بالوضع العالمي القائم على خلفية انفتاحها على المنظومة المالية الخارجية؟

الأسئلة الفرعية

تندرج تحت الإشكالية العامة السابقة مجموعة من الأسئلة الفرعية والمتمثلة في:

- ما هي الحدود الفاصلة بين السوق المالي وسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية والسوق النقدي؟ وما العلاقة الموجودة بين هذه العناصر؟
- ما هي الأسباب الدافعة لبروز العولمة المالية وهيمنة راس المال المالي؟ وما مكانة أسواق الأوراق المالية في النظام المالي المعولم؟ وما التغيرات الحاصلة في بيئة هذه الأسواق وفي وظائفها؟
- ما مدى اندماج اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي في الاقتصاد العالمي؟ وفيما تتمثل خصوصياتها؟
- هل اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي بحاجة فعلا إلى أسواق للأوراق المالية في ظل تراكم الفوائض المالية لديها؟
- ما مدى تأثر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي وأسواقها المالية بالأزمة المالية العالمية التي اندلعت سنة 2008؟

فرضيات الدراسة

- سوق الأوراق المالية من أهم هياكل السوق المالية وآلية آمنة وشفافة لنقل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات ذات العجز المالي في النظم الاقتصادية الرأسمالية، ومن ثم يعتمد النظام المالي العالمي على أسواق الأوراق المالية في تدبير الاحتياجات المالية للنشاطات الاقتصادية.
- أحدثت العولمة المالية حالة من عدم الاستقرار المالي لخلوها من الضوابط التنظيمية والأخلاقية التي ترعى مصالح المدخرين والمستثمرين، فتحولت سوق الأوراق المالية في ظل هذه العولمة المالية من أداة بناء واستثمار إلى أداة هدم وقمار.
- تعد اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي اقتصاديات ريعية تعتمد على النفط في إدارة اقتصادياتها ما يجعل أداء أسواق أوراقها المالية يتميز بالموسمية تبعا لأسعار النفط في الأسواق الدولية.
- تساهم أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في إمداد المشاريع الاقتصادية بالتمويل اللازم كبديل للتمويل المصرفي تعكسه التطورات المعتبرة في القيم السوقية وأحجام التداول في البورصات الخليجية.
- تختلف الأزمة المالية العالمية سنة 2008 عن الأزمات المالية السابقة كونها نشأت في ظل روابط مالية عالمية متشابكة وبوجود أدوات مالية معقدة ما زاد من شدة نتائجها السلبية على القطاع المالي والحقيقي العالميين، وكان تأثيرها بالغا على الأسواق المالية الخليجية واقتصادياتها.

البعد الزمني والمكاني للدراسة

تنحصر الفترة الزمنية للدراسة في الفترة 2000- 2010 باعتبارها فترة مناسبة للتقييم شهدت فيها أداءات أسواق الأوراق المالية الخليجية مراحلها الثلاث من انتعاش وركود واستقرار، وكان لحدوث الأزمة المالية العالمية دورا في تقسيم فترة الدراسة إلي قسمين: فترة ما قبل الأزمة الممتدة من 2000 إلى 2006، وفترة ما بعد الأزمة الممتدة من 2007 إلى 2010.

كما وقع اختيار أسواق الأوراق المالية الخليجية كوعاء للدراسة باعتبار تجانس أنظمتها السياسية وتشابه هياكلها وأنظمتها الاقتصادية وتقارب عاداتها وتقاليدها، إضافة إلى حداثة أسواق أوراقها المالية وحصول تطورات هامة سواء من الناحية التنظيمية أو التشريعية عليها الشيء الذي يساعد على فهم سلوك هذه الأسواق والعوامل المؤثرة فيها وإمكانية ربط هذه الأسواق فيما بينها مستقبلا لتكون نواة لتشكيل سوق مالية عربية موحدة.

منهجية الدراسة

ﻟﻺحاطة بﺈشكالية الدراسة والإجابة على تساؤلاتها فقد تطلب الأمر تقسيم هذه الدراسة إБ أربعة فصول مستخدمين <u>المنهج الوصفي</u> في سرد أهم التعاريف المتعلقة ﲟفردات الدراسة والتطرق لنشأة سوق الأوراق المالية في النظام الاقتصادي ومسيرة أسواق الأوراق المالية الخليجية في تطورها، و<u>المنهج التحليلي</u> في تشخيص أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية ومقارنتها بأداء بعض الأسواق الصاعدة والمتقدمة مستندين على البيانات والتقارير المتاحة من الهيئات الرسمية كاتحاد هيئات البورصات العالمية والأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي وصندوق النقد العربي. فجاء الفصل الأول بعنوان" سوق الأوراق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه" حيث تضمن أهم التعاريف المتعلقة بالسوق المالية وعناصرها ووظائف كل عنصر منها، لنلج فيما بعد إБ دراسة سوق الأوراق المالية من حيث مدلولاتها وأهميتها ومكوناتها وكفاءتها. أما الفصل الثاني فقد جاء بعنوان "اتجاهات العولمة في بعدها الاقتصادي والمالي وأثرها على الأسواق المالية" Ź البحث فيه عن البيئة الاقتصادية والمالية المعاصرة وأهم سماتها، والتي تجلت في العولمة الاقتصادية والمالية أين حصل العديد من التغيرات على عمل الأسواق المالية سواء تعلق الأمر بالجانب التشريعي من خلال إزالة العقبات أمام تدفق رؤوس الأموال العالمية أو بالجانب التنظيمي من خلال بروز فاعلين جدد وتزايد أعدادهم ونشاطهم كصناديق التقاعد وشركات الاستثمار أو بالجانب الفني من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة وبروز مؤسسات استثمار خدمية تتيح التحاليل لمن يريدها. لنبحث في الفصل الثالث الذي جاء معنونا "تحليل واقع أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي" عن واقع أسواق الأوراق المالية الخليجية من خلال استعراض أهم خصائص الاقتصاديات الخليجية وتحليل مؤشرات أداء هذه الأسواق ومقارنتها بأداء الأسواق الصاعدة والمتقدمة لنستشف أهم خصائص هذه الأسواق وعقبات نموها. وختمنا الدراسة بالتطرق إБ الأزمة المالية التي شهدها العالم سنة 2008 من حيث مسبباتها ونتائجها وتبعاتها على الأسواق المالية العالمية والخليجية، وأهم التدابير المتخذة للتقليل من أثارها وانعكاساتها.

ǧƿàl ǨdžǞJl

ǠǸƶ ǔǠǸمƿ ةǿJالمال ǠǸƕJl

lHUDzم ةǿJالمال ǠlƷƿàl

أضحت سوق الأوراق المالية المتطورة عنوان التمدن والتقدم، وبقدر تطورها يكون تطور الحياة التجارية والصناعية والاقتصادية التي لا تستغني عنها المجتمعات المتقدمة. وفي عصرنا الحاضر تطورت سوق الأوراق المالية وازدهرت آلياتها ازدهارا كبيرا، وأدخلت فيها أنظمة متقدمة جدا من حيث الربط والاتصال وربطت بالعالم أجمع من خلال شبكة الانترنت، فأصبحت تمثل حلقات الوصل في التجارة الدولية والتصدير والاستيراد. وتأسيسا على ما سبق، أصبحت هذه الأسواق في عالم الاقتصاد الجديد واحدة من الروافد المهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الدول المتقدمة منها أو التي هي في طور النمو، وهذه العلاقة تزداد قوة في ظل اقتصاد يتوافر فيه مقومات الاستقرار والانتعاش. ومن غير المبالغ فيه القول بأنه يمكن قياس درجة التقدم الاقتصادي للدول عن طريق دراسة مدى التطور الحاصل في أسواق أوراقها المالية، فهذا التطور يعكس إلى حد ما الأنظمة القائمة ومدى شفافيتها وفعاليتها.

ولأهمية سوق الأوراق المالية ارتأينا أن يكون الفصل الأول إلماما وإحاطة بأهم المفاهيم النظرية ذات الصلة بهذه السوق، وإن كانت تمثل مجال التقاء عرض وطلب كبقية الأسواق، إلا أنها تختلف عنها من حيث وظيفتها، وطبيعة ما يتداول فيها وطبيعة العمليات والقواعد والإجراءات التي تحكم هذه العمليات. وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث، والمتمثلة في:

- أساسيات السوق المالية، باعتبار أن سوق الأوراق المالية فرع عن السوق المالية، فلا يستوي التعريف والتقديم لسوق الأوراق المالية دون الوقوف على طبيعة السوق المالية.
- سوق الأوراق المالية، مفهومها وأصنافها ووظائفها.
- علاقة سوق الأوراق المالية بباقي عناصر السوق المالية، ومتطلبات تطويرها.
- كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: أساسيات السوق المالية

مما لا شك فيه أن المال قوام الحياة، وضرورة من ضرورياتها، وأن السعي لكسبه والعمل على تنميته واجب لا يستقرر معاشه ولا تهنأ حياة من دونه. ومما لا يخفى أن المال عنصر من عناصر الإنتاج، يتمتع بندرة نسبية مقارنة للحاجات الأفراد والمؤسسات والحكومات إليه. وأهمية السوق المالية من أهمية المال، إذ تعتبر السوق المالية مجمع تياري عرض وطلب الأموال، وحاجة بقية الأسواق لهذه السوق كحاجة الطعام للملح. ونورد في هذا المبحث أهم وأبرز المفاهيم المتعلقة بسوق المال.

المطلب الأول: نشأة السوق المالية

ترجع البدايات الأولى لنشأة السوق المالية إلى اجتماع الصيارفة والتجار في الأسواق في العصور الأولى، من أهمها سوق أثينا القديمة المسماة emponium، وسوق روما المسماة Collegium في القرن الخامس قبل الميلاد، حيث كان الصرافون بأمر من حكام اليونان القديمة في سنة 527 ق.م، يبادلون مختلف العملات من شعوب مختلفة ويقومون بعملية المقاصة بين مختلف الديون والحقوق، ويتحولون إلى مقرضين عن الحاجة[1]. وانتشرت هذه المهنة – الصرافة – وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان[2]، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية. كما ظهرت في الحقبة الرومانية كيانات أشبه ما تسمى اليوم بشركات التوصية بالأسهم كانت تتداول حصصها في أماكن أنشأت لهذا الغرض أطلق عليها اسم Basiliques، حيث كان تعنى هذه الشركات بجباية الضرائب وتجميل روما وبناء المعابد والطرق الكبرى وتجهيز الجيوش وإنشاء وإدارة مشروعات النقل[3].

وفي العصور الوسطى، انتشرت الأسواق في معظم الدول الأوروبية، وخاصة في المدن الكبرى الواقعة على ضفاف الأنهار وعلى طرق المواصلات البرية الرئيسية، وتحولت هذه الأسواق من أسواق موسمية مؤقتة إلى أسواق دائمة الانعقاد في مكان محدد، عرفت في القرن السادس عشر بالبورصات، حيث أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس سنة 1304. أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة "أنفرس" ببلجيكا وذلك سنة 1460. ثم توالى إنشاء بورصات البضائع حيث قامت بورصة "أمستردام" سنة 1608 والتي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع[4]. وأنشأت سوق "لندن" للبضائع سنة 1695، ثم أنشأت بورصة"نيويورك"سنة 1792، فبورصة "روما"سنة1821، ثم بورصة جنيف سنة 1850. وتعتبر فرنسا أول دولة نشأت فيها سوق لتداول الأوراق التجارية في القرن الثالث العشر حيث وجد التجار، مع تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها، فوائد في اعتماد وسائط الائتمان من سحوبات وسندات اذنية. ومن أجل تنظيم

---

[1]- علاء الدين أحمد جبر، بورصة للأوراق المالية، (القاهرة: الهيئة المصرية للكتاب، 2007)، 27.

[2]- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق المالية، (عمان: دار النفائس، 2007)، 33.

[3]- Belletante, La bourse: temple de la spéculation ou marché financier, 3eme édition, (Paris: Hatier, 1991), 176-177.

[4] - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، (دمشق: دار الفكر المعاصر، 2002)، 33.

عملية تداول الكمبيالات والأوراق التجارية أوجد ملك فرنسا فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف. وخلال نفس الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا حيث كان التجار في بلدة بروج يجتمعون أمام قصر بورسين -Van Der Bursen- ليتبادلوا الصفقات، وقد تطورت حركة التبادل هذه لتصبح اسم عائلة صاحبة القصر علما على أسواق تداول السلع والأوراق المالية. كما ظهرت في هذه المرحلة أسواق أخرى لتداول الأوراق التجارية كهولندا وبريطانيا والدانمارك وألمانيا وذلك خلال القرن السادس عشر والسابع عشر. وكانت الأوراق المالية من أسهم وسندات قليلة الانتشار لقلة شركات المساهمة آنذاك وضآلة قروض الحكومات. ففي بريطانيا مثلا، اقتصر التعامل على أسهم شركة روسيا التي تأسست سنة 1553 وأسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست لسنة 1599 وسندات الحكومات والقروض التي عقدها ملوك بريطانيا على الصيارفة فقط[1]. وخلال هذه الفترة كان رجال الأعمال يحصلون على التمويل الضروري لأعمالهم من خلال المقرضين، ويقومون بتحميل الفائدة في أسعار السلع التي يبيعونها لينقلوا وطأتها إلى المستهلكين، وكان قسم كبير من هؤلاء المقرضين من اليهود مما ولد موقفا سلبيا اتجاههم في المجتمعات الأوروبية.

وبعد الثورة الصناعية، وتطور الفكر الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص وتقسيم العمل، ومع تطور المدخرات نتيجة التطور الاقتصادي الذي تسارعت وتيرته تغيرت معالم النظام المالي للدول الأوروبية، وخاصة النظام المصرفي حيث ظهرت البنوك التي قضت على الصيارفة والمرابين، وانتشرت وازداد عددها مع نهاية القرن السابع عشر من 12 بنك سنة 1750 إلى 781 بنك سنة 1821[2]، ومن هنا بدأت تظهر ملامح السوق المالية المعاصرة. بل إن بعض الباحثين يرون أن نشأة السوق المالية المعاصرة تعود إلى نشأة أول بنك تجاري في البندقية بإيطاليا سنة 1157[3] .

واكتمل بناء هيكل السوق المالية مع ظهور بورصات متخصصة في التعامل بالأوراق المالية كاستجابة للتوسع الكبير في شركات المساهمة التي ظهرت لتغير نمط الإنتاج الرأسمالي الذي أصبح يعتمد على أدوات إنتاجية جديدة تتطلب موارد مالية تفوق المقدرة المالية الفردية، فسعت هذه الشركات من أجل زيادة رأسمالها وتوسيع نشاطها إلى إصدار الأسهم والسندات. ومما زاد من إقبال الأفراد على هذه الأوراق هو وضع الحكومات مجموعة من التشريعات والقواعد المنظمة لهذا النوع من الشركات لضمان وحماية حقوق المساهمين فيها. ولقد رافق ظهور شركات المساهمة لجوء الحكومات إلى الاقتراض من شعوبها لسد النفقات المتزايدة بسبب الحروب القائمة آنذاك في ظل غياب أجهزة ونظم ضريبية كفئة وملائمة، فقامت الحكومات بإصدار سندات الدين والتي أصبحت في مقدمة الأدوات التي تتجه إليها الأموال طلبا للتوظيف، وكانت هذه السندات تشكل حيزا هاما من نشاط سوق الأوراق المالية. وأصبحت الأسهم وسندات سلعا كبقية السلع يتداولها الناس

1- سليمان المنذري، الأسواق العربية لرأس المال، (بيروت: دار الرازي، 1987)، 30.

2- الصفحة أعلاه

3- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة، (بيروت: دار النفائس، 2009)، 31.

فيما بينهم، وكان ذلك يتم في بادئ الأمر في بورصات البضائع، ثم انتقل هذا التعامل إلى قارعة الطريق الذي غالبا ما يكون محاديا لبورصة البضائع، وإلى المقاهي في الأيام الممطرة. ففي لندن مثلا، بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من البورصة الملكية للبضائع نتيجة للصخب والضجيج المحدث من قبل المتعاملين، اتجه هؤلاء المتعاملين إلى ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي كمقهى "جوناثان". وفي أمريكا كان السماسرة يجتمعون تحت شجرة Buttonwood في وول ستريت سنة 1752، ثم انتقل هذا التعامل إلى مقهى " تونتين" سنة 1793. وفي فرنسا، كان التعامل في الأوراق المالية يجري في شارع " كانانبوا"[1] .

ومع نمو النشاط الاقتصادي وتطور الصناعة وزيادة الدخول من جهة ورواج التعامل في الأوراق المالية وزيادة حدة المضاربات من ناحية أخرى، تدخلت السلطات العامة لتنظيم التعامل والمتعاملين في الأوراق المالية، فاستقر بهم الأمر في أبنية خاصة بهم مع التقيد باللوائح والقواعد المنظمة لهذا النوع من التعامل. فظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا سنة 1724 بموجب الأمر الملكي المؤرخ في 24 سبتمبر 1724، وفي بريطانيا أنشأت بورصة الأوراق المالية سنة 1773، وفي الولايات المتحدة الأمريكية أنشأت بورصة الأوراق المالية سنة 1821[2]، وظهرت في اليابان بورصة الأوراق المالية سنة 1878. وتعد البورصة المصرية أقدم بورصة عربية، حيث تم إنشاء بورصة الإسكندرية سنة 1883، ثم تبعتها بورصة القاهرة سنة 1890.

وازداد عدد أسواق الأوراق المالية في العالم وازداد نشاطها، فوصل عددها في أمريكا إلى أربعة عشر بورصة، أهمها بورصة نيويورك التي قدرت قيمة الأسهم فيها بحوالي 1500 مليار دولار. وفي بريطانيا اندمجت كل الأسواق المالية منذ عام 1973 في جهاز واحد وهو بورصة لندن التي تقدر قيمة الاسم فيها بمليار دولار. وفي اليابان تعمل ثماني بورصات أهمها بورصة طوكيو حيث تستأثر بـ 75% من مجموع التعاملات في اليابان، والتي تقدر قيمة أسهمها بأكثر من ملياري دولار. وفي ألمانيا توجد ثمانية بورصات تقع بورصة فرانكفورت في مقدمتها حيث تحقق 44% من مجمل الأعمال. وفي فرنسا توجد تسعة بورصات أهمها بورصة باريس، وكذا الحال في سويسرا .

ويمكن القول أن أسواق الأوراق المالية لم تتبوأ مكانتها المرموقة في الحياة الاقتصادية إلا منذ أواسط القرن العشرين حيث ازدهرت الحياة الاقتصادية والتجارية كنتيجة لتقدم حركة الاكتشافات والعلوم والابتكارات وانعكاسها على مختلف الميادين، واتساع رقعة المد الاستعماري[3]. إضافة إلى زيادة عدد الشركات وتضاعف حجمها خصوصا شركات المساهمة التي مثلت ثروة حقيقة آنذاك في عالم تمويل المشاريع طويلة المدى من خلال امتصاص الفائض النقدي من السوق عن طريق طرح أسهم هذه الشركات للتداول في السوق المالي،

1- سفيان إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، 33-34.
2- حسان خصر، الأسواق المالية، سلسلة التنمية، العدد السابع والعشرون، (الكويت: معهد التخطيط العربي، 2004)، 03
3- سليمان المنذري، مرجع سبق ذكره،31-32.

وما نتج عن ذلك من فصل بين الإدارة والمالكين فبرزت الحاجة إلي توثيق المعلومات والإفصاح عنها بالنسبة للمالكين والراغبين في الاستثمار. ومن هنا اكتست واحتلت أسواق الأوراق المالية مركزا مميزا في النظم الاقتصادية الحديثة.

المطلب الثاني: مفهوم السوق المالية

السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال. ولمعرفة معنى السوق المالية كان من اللازم معرفة معاني مفرداتها، ثم معرفة معناها كمركب إضافي باعتبارها مصطلحا له مفهومه المحدد، وعلما ولقبا على التعامل الذي قوامه طلب الأموال وعرضها.

الفرع الأول: تعريف السوق

أولا- تعريف السوق لغة

جاء في لسان العرب أن السوق هي موضوع البياعات[1]، وهي جمع بياعة بمعنى السلعة[2]. وجاء في المعجم الوجيز أن السوق هو الموضوع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتياع[3]، ومنه سميت السوق سوقا لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات[4]. والسوق مأخوذة من ساق يسوق سوقا، وهو حذو الشيء[5]، والساق ساق الشيء وما يقوم عليه، فكما أن الحيوان يقوم على ساقه فان الاقتصاد يقوم على سوقه. ولفظ السوق تذكر وتؤنث إلا أن التأنيث أفصح وأصح. قال صاحب المصباح: " والسوق يذكر ويؤنث"، وقال أبو إسحاق" السوق الذي يباع فيه مؤنثة وتصغيرها سويقة، والتذكير خطأ لأنه قيل سوق نافقة، ولم يسمع نافق بغير الهاء"[6]. فالسوق في اللغة تطلق على مكان محدد يجتمع فيه الطالبون والعارضون فيتبادلون السلع بالسلع أو السلع بالنقود، كما تعرض فيه الأعمال والبضائع[7].

ثانيا- تعريف السوق في الاصطلاح الاقتصادي

ينصرف السوق في الاصطلاح الاقتصادي إلى معنى أوسع وأعم، فالمكان لم يعد شرطا ضروريا لقيام السوق ولم يعد الحيز الجغرافي هو محدد السوق، وإنما ينعقد السوق بمجرد حصول تعامل على سلعة أو خدمة معينة[8]، سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين المشترين والبائعين، أو تم بأي وسيلة من وسائل الاتصال: كالبريد أو الهاتف أو الانترنت.

1- محمد بن منظور: لسان العرب، الجزء العاشر، (بيروت: دار صادر، 19)، 167.
2- الفيروز أبادي، القاموس المحيط، الطبعة الخامسة، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1996)، 911.
3- إبراهيم مذكور، المعجم الوسيط، الطبعة الثانية، الجزء الأول، (القاهرة: دار التحرير، 1999)، 329.
4- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، (بيروت: دار الجيل، 1981)، 231.
5- ابن فارس، مقاييس اللغة، الجزء الرابع، (بيروت: دار الجيل، 1999)، 1237.
6- أحمد بن محمد بن علي المقري، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، (بيروت: مكتبة لبنان، 1998)، 112.
7- ابن خلدون، المقدمة، (لبنان: دار العلم،1992)، 362.
8- يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي، (القاهرة: دار الصابوني،1993)، 241.

من هنا جاءت معظم تعاريف الاقتصاديين لتدل على ما سبق، فيعرف سعيد توفيق عبيد السوق أنها "مجموع البائعين والمشترين لسلعة معينة أو عناصر الإنتاج في فترة ومنية معينة، وعلى اتصال وثيق بينهم"[1]. ويعرفها سعيد سعد مرطان "السوق هي التنظيم الذي يهيئ لكل من البائعين والمشترين فرص تبادل السلع والخدمات وعناصر الإنتاج وفيه تحدد الأسعار"[2]. وفي هذا السياق، يقول رشيد الراوي "السوق هي مجال يتصل فيها المشترون والبائعون إما بطريق مباشر أو عن طريق الوسطاء بعضهم ببعض، بحيث أن الأسعار السائدة في جزء من السوق تؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى، مما يترتب عليه وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها بغض النظر عن ما يحدث من انحرافات عن الثمن المتجانس التي ترجع إلى اعتبارات محلية أو أسباب طارئة ووقتية"[3].

وتأسيسا على ما سبق، يمكن تعريف السوق اقتصاديا أنها وسيلة لتحديد السعر عن طريق مواجهة العرض والطلب دون اعتبار واعتداد للمكان.

الفرع الثاني- تعريف المال

أولا- تعرف المال لغة

المال لغة هو ما ملكته من جميع الأشياء، قال ابن الأثير"المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق عند العرب على الإبل لأنها كانت أكثر أموالهم"[4]. وجاء في المعجم الوسيط "المال لغة معناه ما يملكه الفرد أو الجماعة من متاع، أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان. وجمعه أموال"[5]. وجاء في القاموس المحيط "المال ما ملكته من كل شيء"[6]. وجاء في لسان العرب "المال ما ملكته من كل الأشياء"[7]. والمال اسم للقليل والكثير من المقتنيات. وقيل أن أول معنى المال عند العرب كان الأرض، لأنها أول شيء يملكه الإنسان لولادته فيها، ولأنها تحرث وتزرع، ويحصد ما ينمو عليها، فهي أول المقتنيات. وأطلقت كلمة المال على قطع كثيرة من الأرض. ثم انتقل معنى المال إلى ما ينبت على الأرض من الطعام. وورد المال بمعنى الحيوان الذي يرعى على ما ينبت على الأرض، قيل: وكان مال العرب الخيل والإبل والغنم والبقر. ثم انتقل المال إلى معنى العبد والآمة لأنهما يقتنيان فيباعان ويشتريان[8]. ثم انتقل المال إلى كل شيء يقتنى: أرضا كان أم نباتا أم حيوانا أم أي شيء يقتنى.

---

[1]- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998)،67.
[2] - سعيد سعد مرطان، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1986)، 121.
[3]- راشد الراوي، الموسوعة الاقتصادية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1971)، 302.
[4]- ابن الأثير الجزري، النهاية في غريب الحدث والأثر، (بيروت: دار الكتب العلمية، 1978)، 317.
[5]- إبراهيم مصطفى، المعجم الوسيط، الجزء الثاني، (اسطنبول: المكتبة الإسلامية، 1990)، 892.
[6]- الفيروز أبادي، مرجع سابق ذكره، 1368.
[7]- ابن منظور، مرجع سبق ذكره، 635.
[8]- أحمد الشرباصي، مرجع سبق ذكره، 448-449.

ثانيا- تعريف المال في الاصطلاح الاقتصادي

يعرف ابن عابدين المال بأنه "ما يميل إليه الطبع ويمكن ادخاره لوقت الحاجة، والمالية إنما تثبت بتمول الناس كافة أو بتقوم البعض"[1]. وقال السرخسي"المقصود بالمال والتمول الادخار لوقت الحاجة"[2]. ومنهم من يرى أن المال في لغة الاقتصاد ما كان له قيمة مادية بين الناس، وجاز الانتفاع به في حال السعة والاختيار"[3]. فالمال يجمع بين خاصتين، أولهما أن يترتب على استعماله واستخدامه منفعة معينة، ثانيهما أن يكون له قيمة في السوق[4].

الفرع الثالث: تعريف السوق المالية

وردت تعاريف كثيرة للسوق المالية في ثنايا كتب الباحثين والاقتصاديين، من أهمها:

- يعرف عبد المنعم أحمد التهامي السوق المالية بقوله " مكان يتم فيه إنشاء وتداول الأصول والالتزامات المالية"[5].
- يعرفها عطية عبد الحليم صقر أنها " التنظيم الذي يتم بموجبه تداول الأصول المالية أو أدوات الائتمان من خلال مجموعة متنوعة من العمليات التي تختلف في آجالها "[6].
- يعرفها مروان عطوان أنها " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتعبئة وتوزيع إدخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية"[7].
- بينما يرى محمد محمود الداغر السوق المالية أنها "هي موقع التقاء تيار الطلب الممثل بوحدات العجز المالي، وتيار العرض المالي الممثل بوحدات الفائض المالي بهدف الوصول إلى تحديد السعر التوازني للأموال التي تحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة منها"[8].
- في حين يعرفها أرشد فؤاد التميمي أنها " الإطار الذي يجمع الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى أموال بغرض الاستثمار عبر وحدات متخصصة عاملة في السوق"[9].
- أما محمد علي إبراهيم فيعرف السوق المالية أنها "مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، إصدارا وتداولا، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، وتحتمل عملياتها العوائد والمخاطر.ولهذا فان السوق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء وبيع وتبادل للموجودات المالية"[10].

---

[1] - محمد أمين، حاشية ابن العابدين، الطبعة الثانية، الجزء الرابع ،(بيروت: دار الفكر، 1386ه)،501.
[2] - محمد بن أبي سهل السرخسي، المبسوط، (بيروت : دار المعرفة، 1996)، 31.
[3]- العيادي، الملكية في الشريعة،(عمان: مكتبة الأقصى، 1974) ، 179.
[4]- شوقي عبد الساهي، المال و طرق استثماره في الإسلام،الطبعة الثانية،(مكة المكرمة: المكتبة الفيصلية، 1984)، 23.
[5]- عبد المنعم أحمد التهامي، التمويل: مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1995)، 33.
[6]- عطية عبد الحليم صقر، تطور سوق المال في مصر، بحوث المؤتمر الأول لكلية التجارة، (القاهرة: جامعة الأزهر، 1997)، 57.
[7]- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية، الجزء الأول،(الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 1993)، 16.
[8]- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، (عمان: دار الشروق، 2005)، 35
[9]- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، (عمان: دار المسيرة، 2004)، 110.
[10] - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، (بغداد: دار الكتب للطباعة و النشر، د.ت)، 61.

تعكس التعاريف السابقة للسوق المالية مجموعة من العناصر، يمكن إبرازها في النقاط التالية[1]:

- موضوع التعامل في السوق المالية هو المال، وليس المقصود بالمال هنا معناه المطلق، وإنما المراد منه المال في صورته النقدية السائلة أو ما ينوب عنها من أوراق مالية أو تجارية، لأن الغرض من إصدار الأوراق المالية هو الحصول على المال في صورته النقدية السائلة بقصد استعمالها رؤوس أموال للشركات، أو غيرها من الأمور التي تتطلب سيولة نقدية.
- تعريف السوق المالية على أنها مكان يتعارض مع مفهوم السوق بمعناه الواسع، كما ذهب إلى ذلك تعريف عبد المنعم أحمد التهامي. فالسوق المالية لا تتحدد بالمكان وإنما تتحدد بوجود تعامل على الأصول المالية، سواء تم هذا التعامل في أماكن محددة كما هو الحال في بورصات الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال عن طريق بيوت السمسرة المتواجدة في أنحاء مختلفة وهي ما تسمى بالأسواق الالكترونية أو الأسواق الموازية. وعليه فالإشارة إلى السوق المالية أنها "مجال" أو "آلية" أو "وسيلة" يكون أبلغ وأدق في التعبير.
- تتضمن السوق المالية مرحلتين أساسيتين، أما الأولى فهي مرحلة إصدار الأوراق المالية، والثانية هي مرحلة تداول هذه الأوراق المالية. فالسوق المالية تطلق على مجموع المرحلتين، أما تخصيصها بمرحلة دون الأخرى فيعد تعريفا ناقصا، كما ورد ذلك في تعريف كل من محمد على إبراهيم وعطية عبد المنعم لنصهما على التداول دون الإصدار.
- تنهض السوق المالية بأداء وظيفة أساسية ألا وهي توفير التمويل للنشاطات الاقتصادية من خلال جذب وتعبئة مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى الشركات وغيرها، والمعبر عنها بوحدات ذات الفائض المالي، وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها، والمعبر عنها بوحدات ذات العجز المالي. وفي هذا السياق يشير فريد النجار أن: "الوظيفة الأساسية لسوق المال هو تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات طويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين"[2].

وتمرير الأموال إلى وحدات الاحتياج المالي من خلال السوق المالية يتم وفق أسلوبين، هما[3]:

أسلوب التمويل غير المباشر، حيث يقوم أصحاب الأموال الفائضة بإيداع مدخراتهم لدى المؤسسات المالية الوسيطية ومن ثم تقوم هذه المؤسسات بإقراض هذه المدخرات إلى المستثمرين بعد اتخاذ كافة الإجراءات للتأكد من جدوى المشروعات والحصول على الضمانات اللازمة لتجنب أي سوء استخدام لهذه الأموال من قبل المقترضين.

---

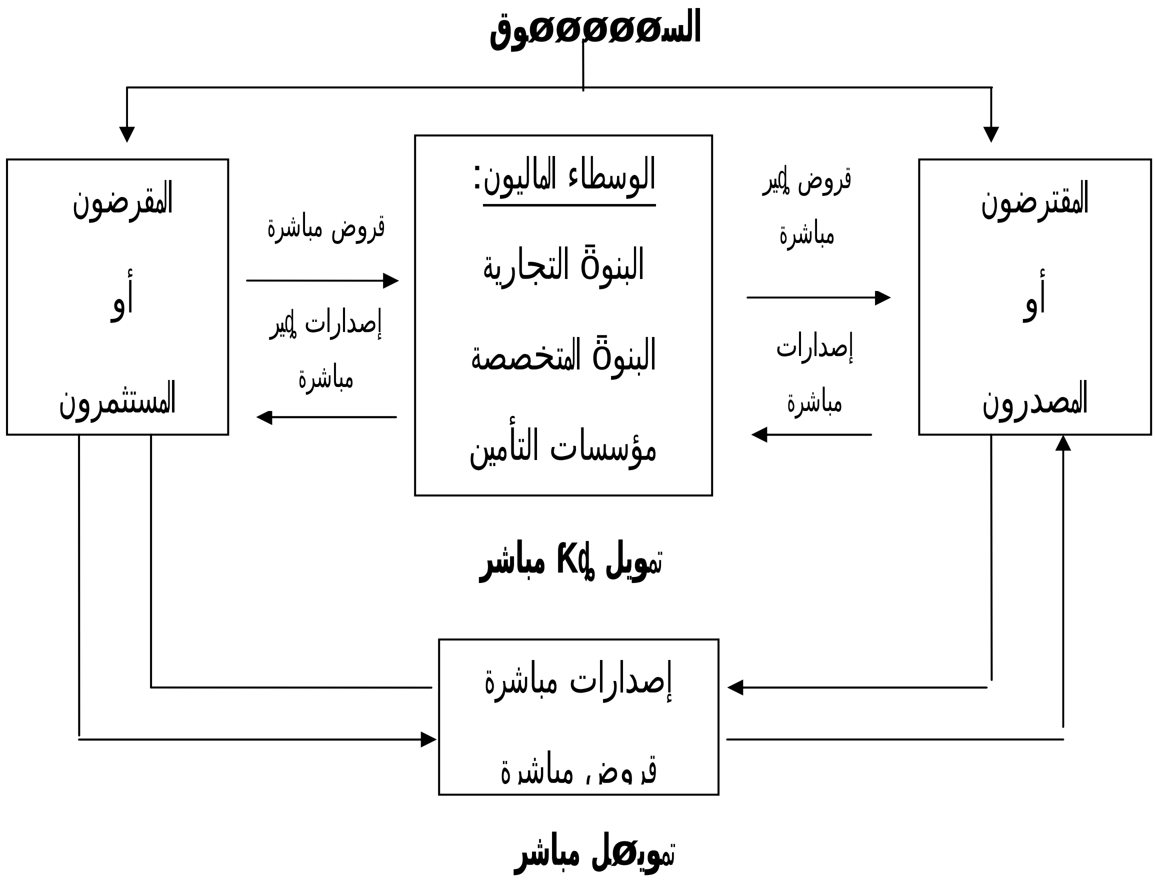
[1]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، (الرياض: كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، 2004)، 37-39.

[2]- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، (الإسكندرية: مكتبة شباب الجامعة، 1999)، 91.

[3]- لمزيد من التفصيل، أنظر: عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003)، 261. سعد عبد الحميد مطاوع، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، (القاهرة: دار الشرق للطباعة، 2007)،18-23.

أسلوب التمويل المباشر، والذي يتحقق بشراء أصحاب المدخرات للأوراق المالية الا تصدرها الشركات الهادفة لتجديد أصولها الرأسمالية القائمة أو توسيع أنشطتها.

شكل رقم 01: آلية انتقال الأموال بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثالثة، (عمان: دار وائل للنشر، 2004)، 180.

- تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال وجود أدوات مالية معينة تختلف في طبيعتها وآجال استحقاقها، منها ما يعبر عن أدوات مديونية كالسندات مثلا، ومنها ما يعبر من أدوات ملكية كالأسهم مثلا، فالاقتصار على ذكر أدوات دون أدوات أخرى في تعريف السوق المالية يعد تعريفا ناقصا، كما ذهب إلى ذلك تعريف مروان عطوان لاقتصاره على ذكر أدوات المديونية دون غيرها.
- تتضمن السوق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين من خلال وجود بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين والتي يطلق عليها اسم الوسطاء الماليون. وبناءا عليه تعتبر المؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية، وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالية، وهذا ما دل عليه تعريف أرشد فؤاد التميمي، في حين اقتصر تعريف محمد محمود الداغر على سوق الأوراق المالية دون الإشارة إلى هذه المؤسسات، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، هو مفهوم شائع لدى الكثير من الكتاب.

من خلال ما سبق من التعاريف يمكن القول أن السوق المالية تتضمن كافة التدفقات المالية ذات الغرض التمويلي في المجتمع سواء كانت لآجال طويلة أو متوسطة أو قصيرة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته المتعددة، وبينهم وبين المجتمعات الأخرى في ظل وجود ثلاثة ركائز أساسية، والمتمثلة في: المؤسسات المالية من بنوك ومؤسسات تأمين والمكاتب التي تتخذ من الأعمال المالية والمصرفية عملها الرئيسي. الأدوات المالية والتي تمثل الوسائل التي عن طريقها تتم المعاملات حيث يتم إصدارها لغرض الحصول على الأموال اللازمة للمشاريع الإنتاجية وغيرها، وتداولها فيما بعد، وتتعدد هذه الأدوات حسب قطاعات السوق وطبيعة التعامل واختلاف آجاله، والسياسة الاقتصادية العامة التي تمكن من إتمام المعاملات في السوق وفق ما ترمي الدولة إليه من تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية.

المطلب الثالث: هيكل السوق المالية

في الحقيقة تتعدد تصنيفات السوق المالية بحسب الزاوية التي ينظر منها كل باحث، ومع تنوعها فإنه لا توجد حدود فاصلة بينها بل هي متداخلة يندرج بعضها تحت البعض الآخر، والعمليات التي تبتدئ في واحدة منها قد تنتهي في الأخرى. فنجد مثلا بعض المؤسسات المالية يندرج نشاطها تحت سقف أكثر من سوق، فالاقتراض أو الإيداع لدى بنك معين لمدة أشهر محدودة يعتبر تعاملا مع سوق النقد لأنه تعامل قصير الأجل، وإذا باع ذات البنك أسهما لشركة ما كان تعاملا في سوق رأس المال.

الفرع الأول: سوق النقد

تعرف سوق النقد أنها "سوق الأموال قصيرة الآجل التي لا تتعدى آجال استحقاقها من حيث مصادرها واستخداماتها السنة المالية الواحدة، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلا بالبنك المركزي والبنوك التجارية القيام بهذه العمليات"[1]. وتعرف أنها "سوق المعاملات قصيرة الأجل التي تنهض على منح الائتمان إلى من يحتاج إليه سواء الحكومة أو المؤسسات أو الأفراد وذلك لفترة تبدأ من يوم واحد إلى أقل من سنة"[2]. وتعرف أيضا أنها "مجموعة المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل"[3].

يتضح من التعاريف السابقة أن سوق النقد هي السوق التي توظف فيها أدوات تمويل قصيرة الأجل، أي لأقل من سنة، والتي تصدرها الجهات المقترضة المختلفة كالحكومات والشركات المعروفة ذات الأهلية الائتمانية العالمية والهيئات العامة. والغرض الأساسي من هذه السوق هو المواءمة بين الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل للمقترضين، وبين الأموال التي يوفرها المستثمرون ذوي الميول أو الموارد قصيرة الأجل. وجميع الأوراق المالية

---

[1]- خليل الهندي وأنطوان الناشف، السياسات المصرفية والسوق المالية، (طرابلس: المؤسسة الحديثة للكتاب،2000)، 22.
[2]- منير صالح هندي ورسمية زكي قرياقص، أسواق المال، (الإسكندرية: مكتبة الإشعاع، 1997)، 18.
[3]- محمد البنا، أسواق النقد والمال، (القاهرة: دار الزهراء، 1996)، 101.

المتداولة في هذه السوق تمثل صكوك مديونية، ومن هذه الأوراق: شهادات الإيداعات البنكية القابلة للتداول،الكمبيالات المصرفية، أذونات الخزينة والأوراق التجارية وغيرها[1].

وتختلف تصنيفات سوق النقد من دولة إلى أخرى تبعا لدرجة تطور هذه السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها، ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر كنموذج من حيث التنظيم والرقابة المالية، تتكون السوق النقدية فيها من سوقين فرعيين، هما[2]:

سوق الخصم، وفيه يخصم كل الأدوات المالية ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل كالأوراق التجارية والكمبيالات المصرفية ما عدا شهادات الإيداع القابلة للتداول.

سوق القروض قصيرة الأجل، والتي تعنى بتقديم القروض قصيرة الأجل لمن يرغب من العملاء، بالإضافة إلى القروض التي تتم ما بين البنوك والتي تتضمن تعاملات مالية كبيرة تبلغ في سوق لندن، مثلا، خمسة عشر مليون دولار[3].

الفرع الثاني: سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال أنها "التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقترضين الذين هم بحاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء المتخصصين"[4].

وتعرف أنها "سوق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات، سواء كانت هذه الأدوات عائدة إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو مصالح إقليمية". كما تعرف كذلك " أنها فضاء التقاء قوى العرض مع قوى الطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية والقروض طويلة الأجل"[5].

فسوق رأس المال هو الفضاء الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل، بالإضافة إلى التعامل مع القروض متوسطة وطويلة الأجل. وسميت هذه السوق بسوق رأس المال كونها السوق الذي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال اللازم لمشاريعهم الاقتصادية. ويتفرع عن سوق رأس المال سوقين فرعيين، هما:

سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل، وتتضمن كافة الأطراف التي تتعامل في القروض متوسطة وطويلة الأجل كالبنوك المتخصصة، وصناديق الادخار، ومؤسسات التأمين والهيئات العامة للتأمينات الاجتماعية.

---

[1] - لمزيد من التفصيل، أنظر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، 52-56. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 115-120.

[2] - محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، (الجزائر، دار هومة، 2003)، 68.

[3] - براني كوين، أسواق المال، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق،(القاهرة: دار الفاروق،2007)،11.

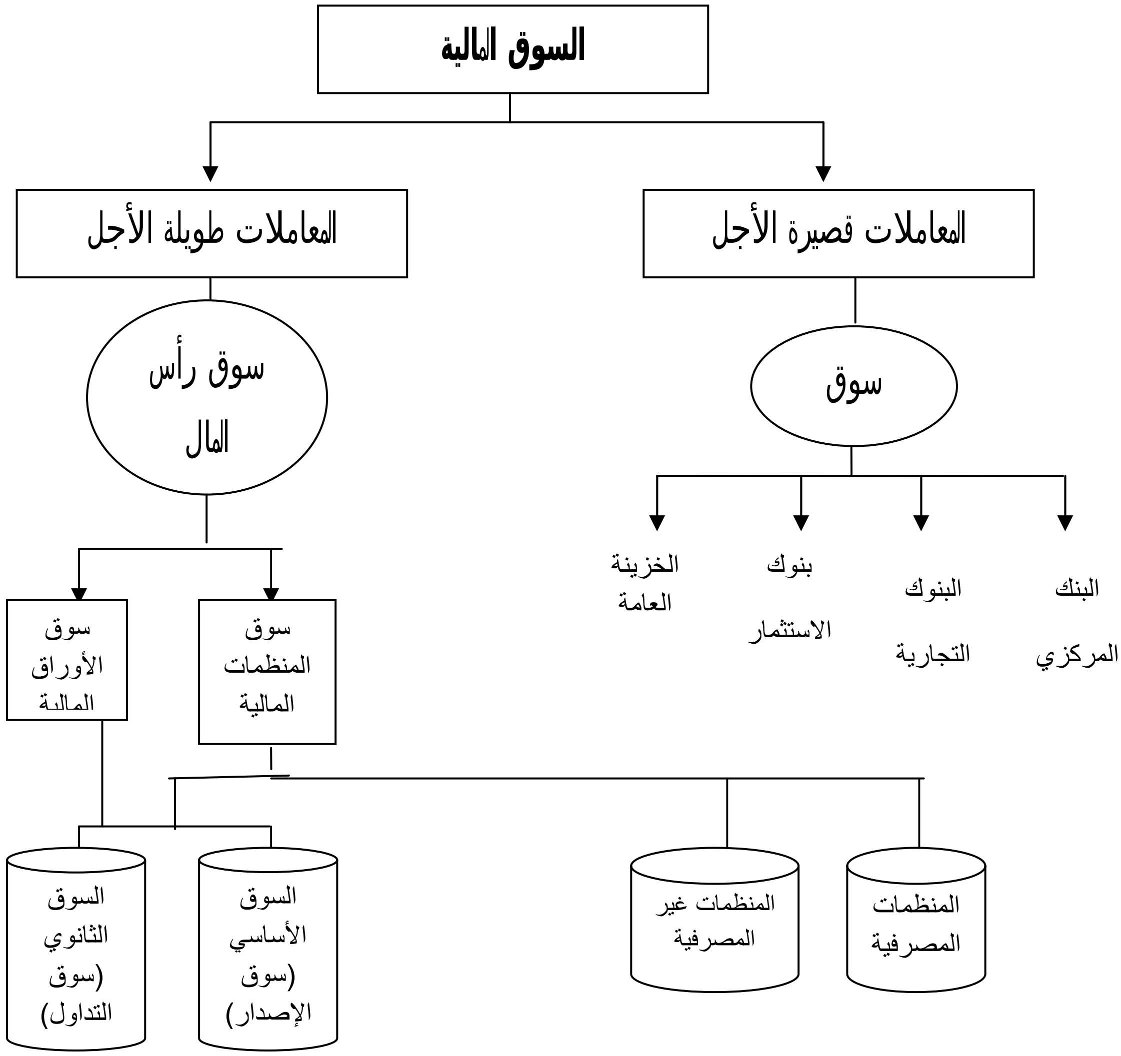
[4] - محمد البنا، مرجع سبق ذكره، 124.

[5] -F. Leroux , marchés internationaux des capitaux, 2ème édition, (Paris : Montréal,1995),03.

سوق الأوراق المالية، ويتم من خلالها توظيف أموال المستثمرين والمدخرين، وتمويل المشاريع الاقتصادية تمويلا طويل الأجل عن إصدار وتداول الأوراق المالية.

من خلال التوصيف السابق لمكونات السوق المالية، يتضح جليا أن السوق المالية تنطوي على وجود مجموعة من القنوات تتدفق من خلالها الأموال بين مختلف القطاعات الاقتصادية داخل المجتمع، ولعل أن سوق الأوراق المالية تعتبر من أهم هذه القنوات لأهميتها وإمكانية الارتكاز عليها كدعامة أساسية في توفير التمويل طويل الأجل لمختلف المشاريع الاقتصادية من دون التقليل بأهمية القطاع المصرفي في التنمية الاقتصادية إذ قام على أسس سليمة وشرعية، حيث أن البحوث أثبتت أن نسبة النمو الاقتصادي تزداد كلما ازداد تطور سوق الأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار حاجة مواكبة تطور السوق المصرفية ليخدم احتياجات سوق الأوراق المالية والاقتصاد بشكل عام.

شكل رقم 02: هيكلة السوق المالية



- البنوة التجارية
- البنوة الصناعية
- البنوة الزراعية
- البنوة العقارية

- شركات التأمين
- شركات توظيف الأموال
- شركات التمويل ألتأجيري
- هيأت التأمين

- بنوة الاستثمار

- البورصات
- هيئة سوق المال
- وسطاء سوق الأوراق المالية
- السماسرة

المصدر: عبد الحميد عبد الفتاح المغرŸ، الإدارة الإستراتيجية في البنوة الإسلامية،(جدة: البنك الإسلامي للتنمية،1425)، 59.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية – المفهوم والوظائف والهيكل –

شهدت السنوات الأخيرة توسعا هائلا لأسواق الأوراق المالية وبروزها كوسيط في عمليات التمويل، حيث تقوم هذه الأسواق بدور مهم في توفير فرصا استثمارية سواء للمؤسسات الحكومية والخاصة وللمستثمرين الأفراد. ومن ثم أصبحت أسواق الأوراق المالية تعكس صورة حقيقية لاقتصاد الدولة وتمثل مؤشرا للخطط التطويرية والمشاريع المستقبلية للقطاعين الخاص والعام. ومكمن أهمية أسوق الأوراق المالية يتجلى من خلال إسهامها في عمليات تمويل المشاريع الاقتصادية على اختلاف أنواعها، ذلك أنه لكي يبقى الاقتصاد نشطا فان عمليات التمويل التي تقدمها البنوك لا تكفي لوحدها لتلبية الطلب المتزايد على التمويل.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ووظائفها

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

عرفت سوق الأوراق المالية بتعريفات عدة، فعرفها عاطف وليم أندراوس أنها "الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراءا، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي"[1]. ويعرفها محمد صالح الحناوي أنها "الميكانيكية التي تنشأ لتسهيل عملية تداول الأصول المالية"[2]. ويعرفها الميداني أنها "الإطار أو النظام الذي تتجمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية، والذي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود سوق الأوراق المالية من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل"[3].

يتبين لنا من التعاريف السابقة، أن مادة التعامل في سوق الأوراق المالية هي الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، وهي سوق متخصصة في توفير تمويل طويل الأجل ولمدة تزيد عن السنة، وتعتمد هذه السوق على أموال المستثمرين أصحاب المدخرات الراغبين في استثمارها لمدة طويلة مع استعدادهم لتحمل درجات مختلفة من المخاطر ونظير حصولهم على عوائد تزيد بكثير عن ما يوفره سوق النقد من عائد.

وأهم ما يميز سوق الأوراق المالية هو أن الأوراق المالية المتداولة فيها ما هي إلا تمثيل وتصوير للأصول الحقيقية التي مولت عن طريقها، فالتعامل في هذه السوق لا يجري على الثروة ذاتها، وإنما تجري على الحقوق دون المساس بأصل الثروة. وعليه، فقيمة الأصول المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية تتحدد بناءا على قيمة

[1]- عاطف وليم أندراوس، آليات سوق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2006)، 21.

[2]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، (الإسكندرية: الدار الجامعية، د ت)، 08.

[3]- محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة الثالثة، (الرياض: مكتبة العبيكان، 1999)، 57.

الأصول العينية أو الحقيقية، فالتغيرات الحاصلة في سوق السلع والخدمات التي تحتضن الثورة الحقيقة لها انعكاس مباشر على قيمة الأصول المالية.

ودأب الكثير من الباحثين والكتاب إطلاق سوق الأوراق المالية على بورصة الأوراق المالية، وهذا توصيف ضيق لسوق الأوراق المالية، إذ تشتمل سوق الأوراق المالية إلى جانب البورصة، على أسواق أخرى لا تقل أهمية عن البورصة. وفي هذا السياق يطلق على سوق الأوراق المالية عدة أسماء، فالبعض يسميها "سوق الأسهم والسندات" تعبيرا عن طبيعة الأدوات المتعامل بها في هذه السوق، إلا أن هذه التسمية تستثني أدوات مستحدثة كالمشتقات المالية مثلا. والبعض يسميها "سوق رأس المال" من باب إطلاق الكل على الفرع باعتبارها مصدر لتكوين الأموال لتمويل مختلف المشاريع. والبعض يسميها "سوق الأموال متوسطة وطويلة الأجل" تمييزا لها عن سوق النقد.

مما سبق، يمكن صياغة تعريف شامل لسوق الأوراق المالية على النحو التالي:

" سوق الأوراق المالية هي السوق التي تختص بإبرام الصفقات ذات العلاقة بتوفير التمويل الاستثماري طويل الأجل عبر عرض الأسهم والسندات ".

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تنحدر وظائف سوق الأوراق المالية من وظيفة السوق المالية والمتمثلة في نقل الموارد المالية من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات الاحتياج المالي، وتتفرع عن هذه الوظيفة وظائف أخرى تؤديها السوق ذات آثار طيبة على المجتمع والشركات والأفراد. من أهمها نذكر ما يلي[1] :

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الإنتاجية، وتسمى بالوظيفة التعبوية. فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة واسعة لرأس المال طويلة المدى، وهذا لا يتحقق عن طريق التمويل المصرفي الذي ينصرف إلى توفير تمويل قصير المدى، ومن هنا تولدت الحاجة إلى وجود أسواق الأوراق المالية لتكون بحكم وظيفتها همزة وصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية حيث تعمل كآلية لإنشاء روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من أفراد ومؤسسات اقتصادية في المجتمع لتلبية احتياجات المشاريع الإنتاجية من هذه التدفقات وفقا لسياسة معينة وعبر قنوات تتنوع أشكالها وأنماطها.
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية التي تتمتع بالكفاءة، حيث أن الشركات التي تحسن استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بكفاءة تكون أسعار أوراقها المالية مرتفعة في السوق مما يجلب المزيد من المدخرات نحوها، وهذا ما ييسر لهذه الشركات الحصول على التمويل من خلال الإصدارات الجديدة. وحتى تقوم سوق الأوراق المالية بدورها في التوجيه الأمثل للموارد المالية يجب أن تتمتع بالكفاءة

[1]- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية،(القاهرة: دار السلام، ، 2006)، 25-27. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العظم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق،(الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005) ، 27-30. محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية،- مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات،(جامعة الإمارات : كلية الشريعة والقانون، 2005).

والفعالية، وهذا ما ينعكس على كفاءة الاقتصاد الوطني حيث أثبتت الدراسات أن الدولة التي تملك موارد مالية ولكنها لا تملك أسواق أوراق مالية فعالة لتوجيه هذه الموارد نحو مشاريع منتجة فإنها لا تستفيد من هذه الموارد المالية على الوجه الأمثل.

- تساهم سوق الأوراق المالية في استقرار النظام المالي والاقتصادي للدولة من حيث أنها تقلل من اعتماد الشركات على القروض، ومن ثم التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة باعتبار أن للدين تكلفة ثابتة غير مرتبطة بنتيجة الشركة. بينما التمويل عن طريق إصدار الأسهم يسمح للشركات من الحصول على احتياجاتها التمويلية دون الوقوع تحت ضغوط التسديد في الظروف الصعبة.
- يساهم وجود سوق للأوراق المالية في استقطاب الاستثمارات الأجنبية وما تتضمنه من نقل المعرفة والتكنولوجيا إلى كثير من الصناعات الواعدة خصوصا تلك التي تهتم بالبحث والتطوير. ومن هنا يصبح الاستثمار عن طريق الأسواق المالية بديلا جيدا للاستثمار المباشر لرؤوس الأموال.
- توفر سوق الأوراق المالية بدائل جيدة للنقود تفوقها في وظيفة الاحتفاظ بالثروة، فالأوراق المالية تدر على أصحابها عائدا يعادل قيمة الثروة مضروبة في نسبة العائد والذي يمكن استخدامه في أغراض الاستهلاك أو الادخار، وهذا ما يسمى بأثر الثروة. ويتحقق هذا من خلال قدرة السوق على توفير السيولة العالية للأوراق المالية، وهذا ما يسمح برفع المردودية النسبية للأوراق المالية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى.
- توفر سوق الأوراق المالية المعلومات المالية بأقل تكلفة للأفراد والمشروعات فيما يتعلق بالأوراق المالية المتداولة في السوق، والوضع المالي لجهات إصدارها مما يتيح للمستثمر المفاضلة والاختيار بين مجموعة من البدائل للأوراق المالية وفي نشاطات متنوعة.
- يترتب على نشاط سوق الأوراق المالية ورواجه تحفيز الأفراد على توجيه مدخراتهم إلى المشروعات الإنتاجية بدلا من توجيهها نحو الاستثمارات السلبية كشراء العقارات والأحجار الكريمة، وهي بذلك توفر قنوات سليمة لتوظيف مدخرات الأفراد.
- تعد سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة، وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية قصد التحكم في كمية النقود للحد من التضخم أو الانكماش لتناسب الحالة الاقتصادية التي تمر بها الدولة.
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة كالمصارف والشركات والمشروعات والمدخرين الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني ما يسهم في تحديد الفعاليات الاقتصاديات المثمرة. إضافة إلى اعتبارها مركزا يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة. وتشير الوقائع الاقتصادية، أن

سوق الأوراق المالية في الدول المتقدمة تنبأت بكل فترات الكساد والرواج دون استثناء وذلك قبل حدوثها لمدة تتراوح بين 6 إلى 24 شهرا[1]، وإن كان البعض يشكك في هذا الدور باعتبار أن حالات الرواج والكساد أصبحت لا تعتمد على تقديرات الطلب والعرض المحليين ولكن أصبح للعوامل الخارجية أثرها على النشاط الاقتصادي. وفي هذا الصدد يقول روبرت سالمون "سوق الأوراق المالية يمكن أن تكون إحدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، إلا أنه ليس مؤشرا كافيا وكاملا، وذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الأحوال. ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية تظل مؤشرا مهما لاتجاهات المستثمرين، ومقياسا جيدا لما يحمله الاقتصاد في المستقبل"[2].

الفرع الثالث: **أهمية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية**

لقد تزايد الاهتمام بالتمويل من خلال سوق الأوراق المالية نتيجة تضافر مجموعة من العوامل، منها ما هو دولي ومنها ما هو محلي يتعلق بالأوضاع الداخلية لكل دولة. من أهم هذه العوامل[3]:

- عجز الدولة عن تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تتطلب في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر في خزينة الدولة، الشيء الذي يدفع بالدولة إما للاقتراض الخارجي وما يترتب عنه من تبعات وخيمة تطال استنزاف موارد الأجيال اللاحقة، أو اللجوء إلى الاقتراض الداخلي سواء من البنك المركزي أو من البنوك التجارية ما يؤدي إلى مزاحمة ومنافسة القطاع الخاص في الحصول على القروض.
- عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل المدى لعدة أسباب، من أهمها مشاكل التعرض لمخاطر التضخم والمخاطرة لقصر أجال مواردها المالية.
- تسرب كمية معتبرة من المدخرات خارج الدورة الاقتصادية نتيجة زيادة الوعي والثقافة الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية للحرمة التعامل بالربا، فواكب ذلك البحث عن قنوات بديلة تخلو من المحظورات الشرعية بغية الإفادة من تلك المدخرات.
- جلب الاستثمار الأجنبي لتمويل التنمية المحلية من خلال السماح للأجانب من تملك الأوراق المالية للشركات المحلية، أو إصدار الشركات المحلية لأوراق مالية في الأسواق المالية الدولية.
- قدرة سوق الأوراق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الآفاق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي غالبا ما يكبل ويكبح قدرات المشاريع ذات الأحجام الصغيرة والمتوسطة على التطور والنمو.

---

[1]- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي،(القاهرة: سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، 1992)، 88.

[2]- روبرت سالمون، المؤسسات العاملة في السوق المالية، مؤتمر تطوير الأسهم في الكويت، (الكويت: منشورات غرفة التجارة وصناعة، 1987)، 237.

[3] - حسن على خربوش وعبد المعطى رضا أرشيد و محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات،(عمان: دار زهران للنشر والتوزيع، 2010)، 16-17.

ويوفر التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مجموعة من المزايا مقارنة بالتمويل المصرفي يمكن عرض أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: مزايا التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل المصرفي

أوجه المقارنة	التمويل عن البنوك	التمويل عن سوق الأوراق المالية
تكلفة الاقتراض	أعلى	عمليا التكلفة تكون أقل
الحد الأقصى للتمويل	هناك حدود قصوى للتمويل تتحدد في معظم الأحيان برأس مال البنك	لا يوجد حد أقصى إذا توفرت قناعة لدى المساهمين بفرص نمو الشركة
إمكانية زيادة التمويل في أي وقت	محدودة، تتوقف على شروط البنك	أكثر مرونة ولا توجد حدود قصوى
تسهيل عملية الاندماج و الاستحواذ	لا يوجد أي تأثير	إدراج أسهم شركة ما في سوق الأوراق المالية يساعد في زيادة فرص اندماجها واستحواذ شركات كبرى عليها
إمكانية وجود دعم فني إداري	التمويل المصرفي يقتصر على الاقتراض فقط	من خلال سوق الأوراق المالية قد تستفيد الشركات من كفاءة وخبرات المستثمرين الاستراتيجيين ما يسمح بتنمية الشركات إداريا وفنيا
رفع الكفاءة التنظيمية	لا يوجد تأثير مباشر على كفاءة الشركة	التزامات القيد والإفصاح تساهم في رفع كفاءة الشركة
تحديد قيمة عادلة للشركة	لا تؤثر على القيمة العادلة للشركة	تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية

source: Alasrag Hussein, The role of Nile stock exchange in the development of small and medium-sized enterprises in Egypt, MPRA paper, no: 12364, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12364, December 2008, 10.

المطلب الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية ليست سوقا واحدة، كما يعتقد البعض، إنما هي مجموعة أسواق كل واحدة منها تؤدي وظائف اقتصادية معينة، وفي تكاملها توفر سيلا من الأموال تتدفق إلى أوجه الاستخدامات المتعددة.

ونميز وفق المعيار الوظيفي، بين السوق الأولية – أو ما يعرف بسوق الإصدار -، والسوق الثانوية– أو ما يعرف بسوق التداول.

الفرع الأول: **طبيعة وأهمية السوق الأولية**

أولا- تعريف السوق الأولية

تعرف السوق الأولية أنها "السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية"[1]. وتعرف أنها "السوق التي تطرح فيها الأسهم والسندات لأول مرة"[2]. كما تعرف أنها "سوق تنشئها مؤسسة مالية متخصصة تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراق مالية قامت بإصدارها لصالح منشأة أعمال أو جهة حكومية"[3].

من التعاريف السابقة نستشف أهم ميزات السوق الأولية في النقاط التالية:

- يتم في نطاق السوق الأولية التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، لذا تسمى بسوق الإصدارات الجديدة. ويتم ذلك من خلال عملية الاكتتاب، وهي على نوعين: اكتتاب عام، حيث يتم طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها. واكتتاب مغلق، إذا اقتصر طرح وعرض الأسهم على المؤسسين فقط، أو على المؤسسين وعلى غيرهم من أشخاص محددين ومعروفين سلفا. أما الاكتتاب في السندات فعادة ما يكون اكتتابا عاما.
- إصدارات الأسهم على نوعين، ويتمثل النوع الأول في إصدار أسهم لشركات مساهمة لها أسهم قائمة في السوق وتحتاج إلى أموال ملكية لتمويل توسعاتها الرأسمالية، حيث يتم طرحها عند أسعار قريبة من أسعار تداول أسهمها القائمة. أما النوع الثاني، فيتمثل في إصدارات أسهم لشركات جديدة تصدر لأول مرة أسهم، فإن السعر الذي تباع به في السوق الأولية يتوقف على توقعات المستثمرين بشأن مستقبل هذه الشركة[4].
- تنشأ في السوق الأولية علاقة مباشرة بين الجهة صاحبة الإصدار وبين مشتري الأوراق المالية الجديدة، وتكون إما علاقة مقرض بمقترض في حال إصدار السندات، وإما علاقة شريك بشريكه في حال إصدار

1- محمد صالح القريشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، (عمان: دار إثراء للنشر و التوزيع، 2009)، 190.

2- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الشرع، (القاهرة: دار النشر للجامعات، 2006)، 30.

3- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، (الإسكندرية: منشأة المعارف،1999) ، 83.

4- المرجع السابق، 89.

الأسهم. وتتمكن الشركة من إقامة مشاريعها أو التوسع فيها من مبيعات هذه الأوراق المالية. وتبعا لذلك، تعد السوق الأولية بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي للشركة صاحبة الإصدار، وتعد بمثابة سوق الاستثمار المالي لمشتري هذه الإصدارات.

- تعتبر السوق الأولية سوق جملة، حيث تباع فيها الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور[1]، ويتم تصريف وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأسلوبين:

أسلوب المباشر، حيث تقوم الجهة صاحبة الإصدار بالاتصال مباشرة بعدد من المستثمرين كالمؤسسات المالية الكبيرة، والأفراد الأثرياء لكي تبيع لهم الأسهم والسندات.

أسلوب غير مباشر، حيث يتولى أمر تصريف وبيع وتسويق الأوراق المالية التي أصدرتها شركات المساهمة مؤسسات مالية متخصصة في هذا الشأن، وعادة ما يطلق على تسميتها ببنوك الاستثمار، والتي تؤدي دورا هاما في التقريب والجمع بين مصدري الأوراق المالية ومشتريها.

وفي بعض الدول التي تتسم أسواق أوراقها المالية بالصغر، كما هو الحال في عامة الدول العربية، تقوم المصارف التجارية بدور بنوك الاستثمار، حيث يوكل أمر بيع الإصدارات الأولية إلى المصارف التجارية التي تتلقى رغبات الاكتتاب من الجمهور، وتقوم بتحصيل المبالغ المطلوبة عند الاكتتاب وإيداعها في حساب الشركة لدى البنك نظير عمولة تتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للاكتتاب .

ثانيا- أهمية السوق الأولية

يتم من خلال السوق الأولية تحقيق جملة من الأهداف تصب في مجملها في تعزيز وتقوية الاقتصاد الحقيقي وإمداده بما يناسب قطاعاته من تمويل، وهي بذلك تقدم خدمات جليلة القدر للاقتصاد الوطني وللشركات وللأفراد، من أهمها[2]:

- تجميع المدخرات الوطنية وجلب المدخرات الأجنبية، وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، وتحويل الاستثمارات غير المنتجة إلى استثمارات منتجة خلاقة للقيمة المضافة.
- توفير المناخ المناسب لتأسيس شركات المساهمة التي تعد إحدى ركائز النشاط الاقتصادي، ويصعب تحقيق وإحداث التنمية بدونها. فالسوق الأولية منتجة تنشأ بها شركات تقوي اقتصاد البلد وتنشأ مشاريع بداخله.
- تعد بمثابة مصدر مستمر لدفع الأموال للوحدات الإنتاجية الأمر الذي يشجعها على إعادة تقدير احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هياكلها التمويلية، وتمكينها من تمويل توسعاتها الجديدة أو تحديث الأصول الرأسمالية القائمة دونما الحاجة إلى الاقتراض الذي غالبا ما يؤدي إلى استنزاف أموالها وتراكم ديونها.

---

[1]- فواد أرشد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره،56.

[2]- سمير عبد الحميد رضوان،أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، (القاهرة: دار نهار،1996)، 43-46.

- توفير فرصة للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم، وتولد لديهم الشعور بالانتماء لمشاركتهم الفعلية في تمويل التنمية الاقتصادية.

الفرع الثاني: طبيعة وأهمية السوق الثانوية

أولا- تعريف السوق الثانوية

تعرف السوق الثانوية بأنها "السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها"[1]، كما تعرف بأنها "سوق الإصدارات القديمة"[2]. فالسوق الثانوية هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار.

ويطبع السوق الثاوية ببعض الخصائص، من أهمها[3]:

- السوق الثانوية سوق للمتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء، وتوفر حرية التصرف في تحويل ملكية الورقة المالية طبقا للأسعار المقبولة من قبل المتعاملين. ويلجأ الكثير من المتعاملين إلى السوق الثانوية لا بقصد المشاركة الفعلية، وإنما لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة المالية لا ليحتفظ بها بل ليبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق ليربح الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.
- يجري التعامل في السوق الثانوية بين المتعاملين من أفراد ومؤسسات مالية من دون أن تكون الشركة صاحبة الإصدار طرفا في هذه المعاملات، بمعنى أن التعامل في هذه السوق لا يزيد عن كونه مجرد انتقال لملكية الورقة المالية من مستثمر إلى مستثمر آخر، دون حصول الشركة صاحبة الإصدار على أموال إضافية.

ثانيا- أهمية السوق الثانوية:

تكتسي السوق الثانوية أهمية كبيرة لما تقوم به من جملة من الوظائف الاقتصادية التي يصعب تحقيقها في غيابها، من أهمها[4] :

- توفير السيولة لحاملي الأوراق المالية وقت الحاجة إليها، فعجز المستثمرين عن تسييل ما بحوزتهم من أوراق مالية عقبة تحول دون قيام شركات مساهمة جديدة، وطريق لوأد أي محاولة من قبل الشركات لزيادة رأسمالها بهدف زيادة الإنتاج أو تنويعه أو تحسينه. وفضلا عن ما سبق، فإن الأوراق المالية التي تتضاءل فرص تحويلها بسرعة وسهولة إلى سيولة تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها وتلحق الضرر بمكانة وسمعة الشركة. غير أن تسييل الورقة المالية لا تتحقق بمجرد تداولها في السوق الثانوية، وإنما تتوقف درجة سيولة

---

[1]- فراج محمد مخيمر، إدارة المنشات والأسواق المالية،(القاهرة: مطابع الدار الهندسية،2009)، 101.

[2] - Jean Pierre Faurgere et Collette Voisin, Le système Financière International, cinquième édition,(Paris: Mathan, 2000), 150.

[3]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 75-77.

[4]- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، 57-59.

الورقة المالية على مجموعة من العوامل، منها: مستوى أداء الشركة، والحالة النفسية لعموم المستثمرين، ونشاط السوق في حد ذاته، والحالة الاقتصادية بشكل عام.

- وقيام السوق الثانوية بهذه الوظيفة فإنها تؤدي خدمة عظيمة القدر للسوق الأولية، حيث يصبح بمقدور أي من شركات المساهمة التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب، فلو علم كثير من الراغبين في الاستثمار عدم قدرتهم على بيعها لأحجموا عن المشاركة في المشاريع المختلفة في السوق الأولية. فالسوق الثانوية ترتبط بالسوق الأولية وفق علاقة تكاملية تكمل الواحدة الأخرى، فلا وجود للسوق الثانوية بدون وجود السوق الأولية، كما أنه لولا المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تسويق وتصريف الإصدارات الجديدة للشركات والحكومات، بل إن فعالية وكفاءة كل سوق تتوقف على فعالية وكفاءة السوق الأخرى.
- تعمل السوق الثانوية على توسيع مجال الاختيار بين البدائل المتنوعة أمام المستثمرين في تكوين محافظهم المالية.
- زيادة سيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تتيحه أسواق التداول للمشروعات المصدرة للأوراق المالية من بيعها دون المساس بأصول المشروع الرأسمالية.
- زيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسييلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وكذا الاقتراض بضمان هذه الأوراق.

الفرع الثالث: التقسيم التنظيمي للسوق الثانوية

قد ينصرف إلى ذهن الكثير أن السوق الثانوية تنحصر فقط في بورصة الأوراق المالية، ولكنها تشمل كافة الأسواق التي يجري التعامل من خلالها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، سواء كانت هذه الأوراق مقيدة في بورصة الأوراق المالية أو غير مقيدة بها. وعلى هذا الأساس يمكن تحديد هيكل السوق الثانوية من خلال معيار تنظيم التعامل إلى نوعين من الأسواق.

أولا- مفهوم السوق المنظمة وأهميتها *

السوق المنظمة هي التي يطلق عليها لفظ البورصة، يعرفها الاقتصادي مادورا -Jeff Madura- بأنها " المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات. وتقوم المؤسسات المالية بدور الوسيط المالي من خلال تسهيل عملية تدفق النقود من الأفراد والشركات أو الحكومات ذات الفائض النقدي إلي الجهات الأخرى ذات العجز النقدي"[1]. وتعرف بأنها "سوق تنعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية يلتقي فيها

---

* تسمى أيضا السوق الرسمية، وسوق المزاد، والسوق القارة، وأكثر ما يطلق عليها تسمية بورصة الأوراق المالية. ولفظ البورصة ليس عربي وإنما فرنسي الأصل، وتعني كيس أو حقيبة من النقود. وعربت البورصة بمصطلح المصفق، وهي اسم مكان يدل على الموضع الذي يكثر فيه عقد الصفقات، يقال: صفق لبيع: أي أمضاه، لان العرب كانت تشير إلى تنفيذ البيع بالصفق، فإذا رغب الواحد فيهم إنجاز البيع ضرب يده على يد صاحبه. والصفقة ضرب اليد عند البيع دلالة على إنقاذه.

[1] -Jeff Madura , Financial Market and Institutions, (Washington: West publishing co, 1992), 53.

المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات"[1].

فبورصة الأوراق المالية تمثل الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، والمتعاملين في هذه السوق هم أعضاء محددون يكتسب الواحد منهم تلك العضوية عن طريق استئجار مقعد في السوق تحول المزايدة، وهؤلاء إما سماسرة يقومون بالبيع والشراء لحساب عملائهم مقابل عمولة، أو تجار يتولون البيع والشراء لحسابهم الخاص. ومن أمثلة هذه الأسواق: بورصة لندن، وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك للأسهم التي تعتبر أكبر بورصة للأوراق المالية في العالم.

ونجد في بعض الدول التي تتميز بورصاتها بدرجة عالية من التنظيم، كالولايات المتحدة الأمريكية واليابان، نوعين من الأسواق المنظمة[2]:

سوق مركزية، وهي التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة حيث تتعامل في بورصة نيويورك في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة.

سوق محلية، وتدعى كذلك ببورصة المناطق، وهي تتعامل في أوراق مالية لشركات صغيرة والأكثر حداثة، والتي تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للشركة، وتشكل هذه البورصات نسبة محدودة من إجمالي التعاملات في الأوراق المالية لا تتعدى 10% في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أمثلتها البورصة الأمريكية للأسهم.

وتبرز أهمية السوق المنظمة من اعتبارها سوقا تخضع للقانون والضوابط بعيدا عن الفوضى، تتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية، وهي في تعريف المختصين العمود الفقري لأي استثمار، بل هي دورة الدم المتجددة واللازمة لضمان استمرار الحياة في أي سوق، ويرجع ذلك أن نشاطها يتصف بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية باعتبار أن إصدار الشركات والحكومات لقيم مالية جديدة قد تتم مرة في عدد من السنوات .

ومن أهم الوظائف التي يؤديها السوق المنظمة سواء على المستوى الكلي، أو على المستوى الجزئي ما يلي[3]:

- تؤمن البورصة سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية مما يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة من خلال إتاحة الفرصة لهم ببيع أوراقهم المالية فورا، وبأسعار لا تختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة. وتمنح هذه

---

[1] - Alain Martinet, lexiques de gestion, 5eme édition, (paris: Dalloz, 2000) ,63.

[2]- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 95.

[3]- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، 37-41. شعبان إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، 45-49. محمد بن علي العقلا، مرجع سبق ذكره، 21.

الميزة للمستثمرين على اختلاف أنواعهم الإقبال على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية سواء السوق الأولية أو من السوق الثانوية.

- تمثل بورصة الأوراق المالية سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها. فالبورصة تحسن إلى الشركة الجيدة وتكافئها من خلال تحسن أسعار أوراقها المالية في السوق، وتعاقب الشركة ذات الأداء السيئ من خلال الانخفاض أسعار أوراقها المالية في السوق، وهذا ما يدفع بالشركات المدرجة على تحسين أداءها وتقويم سياستها باستمرار حتى تستفيد من منافع البورصة.
- تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة يتزاحم فيه المتنافسون، وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وهذا ما يزيد من قدرة البورصة على التسعير الملائم للأوراق المالية، ومن تقليل تكاليف شراءها وبيعها.
- تعطي عمليات البورصة في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وتعكس بصورة حقيقة الوضع الاقتصادي في فترات الرواج والكساد، وتعد وسيلة جيدة للتنبؤ لحدوث الكساد أو بالخروج منه. كما تعكس مؤشرات البورصة الحالة التي سوف تكون عليها الظروف الاقتصادية خلال الفترات القادمة، حيث يؤكد بعض علماء التمويل والاستثمار أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرا قويا لقوة الاقتصاد الوطني من ضعفه، أو لقطاع من قطاعاته.
- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في تمويل الشركات المحلية وفقا للقوانين والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي في تلك الدولة.
- توفير المعلومات والإفصاح عن بيانات الشركة وهذا ما يعزز من ثقة المستثمرين في شركات المساهمة المدرجة، وتمثل حافزا لها على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أوراقها المالية ودفعها لتحسين أداءها، وهذا ما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لاتخاذ القرارات الاستثمارية السلمية ما يتيح لهم فرصة شراء عددا من الأوراق المالية بما يتناسب مع مدخراتهم، وفي نفس الوقت تتوزع ملكية شركات المساهمة على عدد كبير من المساهمين، وهذا ما يترتب عليه نتيجة هامة ألا وهي تجنيب الشركة الوقوع في مشاكل مالية، ويساعدها في استقرارها ماليا وإداريا نتيجة عدم وجود تركيز كبير في حيازة الأسهم.
- تساهم البورصة في نشر الوعي المالي والادخاري والاستثماري حيث تساهم في عملية تشجيع الادخار والاستثمار وإرشاد طبقة المشترين إلى الأوراق المالية المتداولة.
- توفر بورصة الأوراق المالية حماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال وضع مجموعة من القواعد واللوائح التي تقيد سلوك المتعاملين، منها:
    - منع تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة.

- منع السماسرة غير المقيدين في البورصة من إجراء أي عمليات داخلها.
- إلزام الشركات المدرج أوراقها المالية في جداول البورصة من الإفصاح عن كل المعلومات المتعلقة بنشاطها ومستقبل مشاريعها.

- إتاحة الفرصة للمؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها لتوظيف الفوائض المالية المعطلة في شكل أوراق مالية قابلة للتداول والتربح بالاتجار فيها، وتحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها.
- تمهد البورصة الطريق أمام السلطات المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التنسيق والتكامل بينهما للتأثير على حجم الطالب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

ومما لا شك فيه، أن غياب بورصة الأوراق المالية في مجتمع يتم فيه تداول الأوراق المالية بشكل غير منظم ومؤطر يؤدي إلى انتشار مجموعة من الاختلالات ذات أثار سيئة على عموم المتعاملين، منها:

- فسح المجال لسماسرة الأوراق المالية للعب دور مؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية، ما يؤدي إلى وجود فروقات هامة في أسعار الأوراق المالية. وقد تبين فعلا أن متوسط الفروقات اليومية للأسعار خلال فترة ستة أسابيع في إحدى الدول بلغ نسبة معتبرة قدرت بـ 17%[1]. ومثال ذلك ما حدث في سوق الكويت قبل سنة 1970 حيث كان يتم تداول الأوراق المالية في مكاتب سماسرة متفرقة ذات اتصال بيني ضعيف ما أدى إلى وجود عدة أسعار للورقة المالية الواحدة لدى كل سمسار.
- صعوبة بيع الأوراق المالية لمن يرغب في ذلك، ففي السودان مثلا قبل اعتمادها سوق الخرطوم للأوراق المالية، كان قوام التعامل في الأوراق المالية هو الإعلان عن رغبة البيع أو الشراء في الصحف والمجلات، أو داخل أروقة الشركة المساهم فيها أو التي يريد المساهمة فيها، وعلى المستجيب لتلك الرغبة أن يجمع المعلومات حول الأوراق المالية محل التعامل بجهده الخاص ثم يسعى كل منهم نحو ملاقاة الأخر أو من يوكله حتى يمكن إتمام الصفقة. وهذا ما يترتب عنه معاناة المتعاملون في التعامل بالأوراق المالية فيتعذر الحصول على أسعار واضحة ومعلنة، وتنتفي الرقابة على الشركات ويتدنى مستوى الإفصاح، إضافة إلى غياب الجهات المعنية بنقل ملكية الأوراق المالية محل التعامل.

ثانيا- مفهوم السوق غير المنظمة وأهميتها

السوق غير المنظمة أو السوق الموازية، تتضمن المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة، وهي في الحقيقة سوق عرفية ليس لها مكان محدد يتم فيه تبادل الأوراق المالية ما يجعلها أسواق غير مركزية، ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين منتشرين في أماكن متفرقة داخل الدولة وتربطهم شبكة اتصالات قوية عن طريق خطوط الهاتف أو أجهزة الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال الحديثة السريعة والتي توفر لحظة بلحظة

[1]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان الدولي، نشأة الأسواق الأوراق المالية العربية،(الكويت: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،1994)، 42.

أسعار كل ورقة متعامل بها[1]. والسوق غير المنظمة غير خاضعة للأنظمة واللوائح التي تحكم تعاملاتها بشكل منظم ومقنن كتلك المطبقة في السوق المنظمة، ولا توجد أي جهة أو هيئة مسئولة عن تنظيم أعمالها والرقابة علي تداولاتها ما يجعلها مصدر للعديد من المخاطر، إذ أن أحد أهم ملامحها هو عدم الوضوح والشفافية في تقديم البيانات والمعلومات المرتبطة بتحديد القيمة العادلة للورقة المالية. وأطراف التعامل في السوق غير المنظمة بيوت السمسرة وتجار الأوراق المالية من خلال شبكة اتصالات الكترونية *(ECNS)، ومن خلالها تتدفق كميات كبيرة من أوامر البيع وأوامر الشراء من أطراف التعامل.

تتعامل السوق غير المنظمة في عقود شخصية تقوم على المفاوضة والاتفاق بين الأطراف أصحاب المصلحة بشكل مباشر. والأوراق المالية موضوع التعامل في هذه السوق تخص الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذا الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية.

وتكمن أهمية السوق غير المنظمة من خلال قيامها بالعديد من الأدوار الهامة، من أهمها[2]:

- توسيع القاعدة الاستثمارية وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل في هذه السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية، وزيادة عرض الأوراق المالية.
- إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية وذلك من خلال إدراج المزيد من الشركات الباحثة عن التمويل ما يؤدي إلى زيادة الخيارات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين.
- تحفيز الشركات المدرجة في السوق المنظمة على تطوير أداءها، والمحافظة على تطوره وعدم تراجعه خشية انتقالها إلى السوق الموازية.
- توجيه عدد كبير من الشركات للإدراج في السوق غير المنظمة يؤدي إلى زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية.
- تعد السوق غير المنظمة أحد عوامل الاستقرار والدعم للسوق المنظمة كونها تمثل سوقا تأهيلية للشركات التي لا تستوفي شروط الإدراج في السوق المنظمة وهو أمر يشجع هذه الشركات على التطوير وتنمية الأداء التشغيلي وزيادة الربحية.
- القضاء على مظاهر التداولات غير القانونية التي تتم خارج السوق ودون قيد لملكية الأسهم أو إثباتها، وذلك من خلال قيد وإيداع الأسهم في مركز الإيداع والتحويل في السوق. إضافة إلى إمكانية استخدام هذه الأسهم كضمانات لتسهيلات ائتمانية قد يحصل عليها الأفراد والشركات.

---

[1]- منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، 106.

* هي اختصار لكلمة Electronique Communications Net Works، ويطلق على الأسواق التي تتعامل بهذه الآلية بالأسواق الالكترونية، ومن أهمها في العالم سوق نازداك والذي بدأ التعامل فيه بتاريخ 07 فيفري 1971، ويتولى أمر إدارته الاتحاد الوطني للاتجار في الأوراق المالية.

[2]- الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، السوق الموازية، (فلسطين:الهيئة العامة لسوق رأس المال، 2008)، 02-03.

- يتم في السوق غير المنتظمة إنجاز المعاملات بسرعة وبأقل تكلفة، والتي يتعذر تسييلها وإبرامها بالسعر والوقت المناسبين في السوق المنظمة.لأجل ذلك صارت السوق غير المنظمة منافسا قويا للسوق المنظمة والتي مازالت تستحوذ على النصيب الأكبر من حجم التداول في الأوراق المالية.

ومع الأهمية التي تحظى بها السوق غير المنظمة في الدول المتقدمة، فإن وجودها من عدمه ليس دليلا على تقدم الدول في مجال سوق الأوراق المالية، فالمملكة المتحدة التي تملك أكبر بورصة في العالم، وهي بورصة لندن، لا تملك سوقا غير منظمة. في حين تتواجد مثل هذه الأسواق في الدول النامية مثل الكويت وتونس والأردن[1].

ويتفرع عن السوق غير المنظمة أكثر من سوق، من أهمها:

السوق الثالثة**:** حيث يجري التعامل فيها علي الأوراق المالية المدرجة وغير المدرجة في جداول البورصة، وتتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، وهم على استعداد تام لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في أي وقت وبأي كمية كانت. ومن أهم المتعاملين في هذه السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق الاستثمار والبنوك التجارية. وتتيح هذه الأسواق الفرصة لبيوت السمسرة الصغيرة غير الأعضاء في البورصة من التعامل في الأوراق المالية ما يؤدي إلى توسيع نشاط السوق، كما تسمح بالتفاوض المباشر بين المستثمرين وبيوت السمسرة بشأن تحديد مقدار العمولة التي تنخفض بكثير عن عمولة السمسرة في السوق المنظمة وهذا ما يسمح للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة التمتع بميزة الخصم في العمولة[2].

السوق الرابعة، يطلق هذا المصطلح على ذلك الجزء من السوق غير المنظم الذي تجري فيه التعامل مباشرة بين المتعاملين من المؤسسات الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون في أحجام كبيرة من الأوراق المالية، وهذا ما ينعكس على سرعة انجاز الصفقات، وتحقيق أكبر قدر من السيولة للأوراق المالية بكافة أنواعها. إضافة إلى أنها تحافظ على السرية التامة لأطراف التعامل حيث يتم عقد الصفقات دون الكشف عن أسماء وهوية المتعاملين.

المبحث الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بباقي أجزاء السوق المالية، ومتطلبات قيامها

تؤدي العناصر التي يشملها سوق المال دورا فعالا في التأثير علي نشاط سوق الأوراق المالية، فبقدر مساهمة هذه العناصر في بناء الطاقات الإنتاجية في المجتمع من خلال ما يتوافر لديها من مدخرات، وما تقدمه من قروض ومساهمات للمشروعات الإنتاجية، بقدر ما يزداد دورها في تنمية سوق الأوراق المالية.

وكما سبق ذكره، فان سوق المال تتألف من ثلاثة أسواق فرعية، هي: سوق النقد، سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل، وسوق الأوراق المالية. وكل فرع من هذه الأسواق له مميزاته، ومؤسساته، وأدواته، وسياساته الخاصة. ومن المسلم به أن تكون هناك علاقات تبادلية بين هذه الأسواق، فكل سوق تؤثر وتتأثر بباقي الأسواق.

---

[1]- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، 68.

[2]- صلاح السحودة، بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: مطابع الأهرام، 2000)، 24.

المطلب الأول: علاقة سوق الأوراق المالية بباقي أجزاء السوق المالية

الفرع الأول: علاقة سوق الأوراق المالية بالبنك المركزي

يقع البنك المركزي في قمة سوق النقد، يهدف بصفة عامة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي المالي والنقدي في الدولة من خلال التحكم في عرض النقود باستخدام ثلاثة أدوات رئيسية، هي: عمليات السوق المفتوحة، وتحديد سعر الخصم، وتعديل نسبة الاحتياطي القانوني[1].

وتظهر العلاقة التفاعلية بين سوق الأوراق المالية والبنك المركزي من خلال مايلي:

- يساهم البنك المركزي بشكل كبير في توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرر المالي من خلال إتاحة الفرصة للبنوك بتوسيع نشاطاتها الائتمانية لتشمل الائتمان طويل الأجل، والسماح لها باستعمال الأدوات المالية الجديدة المستحدثة في البلدان الأخرى بعد التطور الهائل في أساليب التمويل على اختلاف أنواعها[2].
- يؤدي البنك المركزي دورا هاما في تنشيط سوق الأوراق المالية وعلاج حالات الركود التي تطال سوق الأوراق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة بتوسعه في شراء الأوراق المالية من البنوك، ما يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار، وتخفيض سعر الفائدة ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية. فضلا عن الرسالة الإعلامية التي يتلقاها المتعاملون بالأسواق المالية عند قيام البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة حيث تؤثر هذه الرسالة على توقعات المتعاملين بشأن أسعار الفائدة ومعدلات التضخم خلال الفترة القادمة ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية التي يتعاملون فيها[3].
- يسمح ويجيز البنك المركزي بإنشاء بنوك الاستثمار التي تعمل على الترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من وسائل الملكية ووسائل الدين وضمان الاكتتاب بها. كما يسمح البنك المركزي للبنوك التجارية مشاركة القطاع الخاص والعام في ملكية وإدارة المشروعات الإنتاجية ذات الجدارة الائتمانية القوية والإمكانات المالية المواتية. كما يسمح البنك المركزي للبنوك التجارية بإقامة مؤسسات تمويل مشتركة تساهم فيها، وتضمن إصداراتها من الأسهم والسندات، وتوفر لها ما تحتاجه من تمويل[4].
- يعتبر البنك المركزي الوكيل المالي لوزارة المالية، حيث يقوم بتسويق وبيع وشراء الأوراق المالية الحكومية، ودفع الفوائد المستحقة عنها، وهذا من شانه تعزيز نشاط وحيوية سوق الأوراق المالية.

---

[1]-لمزيد من التفصيل، أنظر: رضا صاحب أبو أحمد، إدارة المصارف، (عمان:دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 2002)، 61-67.

[2]- عبد المنعم سيد علي، دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية العربية، دراسات إستراتيجية، العدد 16، (الإمارات: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 1998)، 57.

[3]- علاء الدين جبر، مرجع سبق ذكره، 55-56.

[4]- عبد المنعم سيد علي، مرجع سبق ذكره، 58.

- يلعب البنك المركزي دور هام في سن القوانين التي تنظم عمل نسبة الهامش وما يترتب عليه من منح الائتمان، كما يقوم البنك المركزي بدور المشغل لنظام المدفوعات الرئيسية في الدولة، والذي يرتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بالمؤسسات المعنية بتسوية صفقات الأوراق المالية.

من جهة أخرى تساهم سوق الأوراق المالية في تنشيط تعاملات البنك المركزي ووظائفه، فهي تعتبر احد أهم وسائل البنك المركزي في توجيه الائتمان والرقابة عليه من خلال عمليات السوق المفتوحة المتمثلة في قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية، خاصة منها الحكومية بهدف التحكم في كمية النقود. فضلا عن كونها ملجأ تمكن البنك المركزي من الحفاظ على توفير السيولة اللازمة للمصارف التجارية في حالات الأزمات والطوارئ بشرائه الأوراق المالية الرديئة من المصارف ما يرفع من درجة السيولة لديها دون التعرض لخسائر رأسمالية.

الفرع الثاني: علاقة سوق الأوراق المالية بالمصارف التجارية

تؤدي المصارف التجارية دورا محوريا في اقتصاديات الدول نظرا للدور الهام الذي تسهم به في السياسة المصرفية التي يشرف عليها البنك المركزي، وتتمثل وظيفتها الأساسية في قبول الودائع بأشكالها المختلفة ومنح القروض والسلفيات قصيرة الأجل لتيسير حركة الأنشطة التجارية.

تتمتع البنوك التجارية بخصائص تؤهلها لان تسهم في تطوير سوق الأوراق المالية من ناحية تأثيرها على سيولة سوق الأوراق المالية وكفاءة التعامل فيها، حيث تشير أدبيات سوق المال أن سيولة السوق تعتمد اعتمادا كبيرا علي عمق السوق والذي يحدده تنوع الأوراق المالية المدرجة وكبر حجمها من جانب العرض، وعلى أنواع وأحجام المتعاملين من جانب الطلب. ففي الاقتصاديات المتطورة تعد البنوك التجارية من أكبر الشركات المدرجة أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية، فعلى سبيل المثال نجد أن أكبر خمس شركات مدرجة بسوق نيويورك للأوراق المالية هي بنوك تجارية.كما تمتلك البنوك التجارية موارد مالية كبيرة يمكن أن تؤثر كثيرا في أحجام التداول في حال توظيف نسبة معينة منها في شراء الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية. إضافة إلي أن السماح للبنوك التجارية بالاستثمار في الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض تكلفة التداول، ويشجع على الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.كما تقوم البنوك التجارية بدور كبير في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق القيام بدور الوسيط بالوكالة بتقديم العديد من الخدمات مقابل عمولات، مثل تسويق الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، والوصايا على إدارة استثمارات الآخرين، وإنشاء صناديق الاستثمار وتسوية المعاملات.

إن قيام البنوك التجارية بدور مؤثر في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية له ما يبرره من الناحية الاقتصادية، ولما تتمتع به هذه البنوك من خصائص، من أهمها[1]:

- انتشار البنوك على نطاق جغرافي واسع في البلد ما يسمح بتسهيل التواصل بين البنك وعميله الراغب في الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أنه وبالرغم من تطور الاتصالات في الوقت الحالي إلا أن الاتصال المباشر يسهل الحوار بين الطرفين وتوثيق الأوامر التي يصدرها العميل للبنك.
- تقدم البنوك لأجور وحوافز مادية وتأهيلية معتبرة ما يجعلها قادرة علي استجلاب أفضل الكوادر والفنيين، وهذا ما ينعكس إيجابا علي جودة الخدمات المقدمة لزبائنها.
- تتمتع البنوك بتجهيزات تقنية عالية من أجهزة حاسوب آلية ونظم اتصالات متطورة.
- التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال وسيط يشتهر بالقوة والأمان يكون عادة مصدرا قويا لبث الإحساس بالطمأنينة والثقة مما يزيد من إقبال وتشجيع الأفراد على التعامل في سوق الأوراق المالية.
- تستطيع البنوك التجارية أن تقدم خدمات لعملائها بأسعار تقل عن الأسعار التي يطلبها الوسطاء الآخرين، لان البنوك تتمتع بمزايا لا تتوفر في الوسيط العادي الذي يحتاج إلي بذل جهد ووقت لتجميع المعلومات المتعلقة بمن يرغب الاستثمار في الأوراق المالية. فمثلا فان البنك الذي يحتفظ بالحسابات مصرفية لعملائه باستطاعته الحصول على معلومات تمكنه من الحكم على كفاية العميل المالية وأهليته للحصول علي التسهيلات في تسوية الصفقات، وعلى قروض الاستثمار في الأوراق المالية.

زيادة على ذلك، فان البنوك التجارية تتمتع بمزايا اقتصاديات الحجم والنطاق، حيث أن الأحجام الكبيرة للبنوك تمكنها من توزيع التكاليف الثابتة على عدد من العمليات ومن ثم تنخفض تكلفة إنتاج الوحدة الواحدة كتكاليف الساعة الواحدة لتنفيذ صفقة شراء الأسهم. كما أن اتساع نطاق أنشطة البنوك وتقديمها لخدمات متنوعة ومتعددة عن طريق استخدام ذات الموارد يسمح لها بإنتاجها بتكاليف أقل مقارنة مع الوضع الذي تنتج فيه نفس النوع والكمية من المنتجات بواسطة منتجين متعددين بدل من منتج واحد

- تسهم البنوك التجارية في تعزيز أداء الشركات وارتفاع عوائد الاستثمار من خلال عملية الإشراف والمتابعة المستمرة لأحوال السوق ونتائج الشركات، وهذا يرجع لسببين أساسيين: أولهما ضخامة المبالغ التي تستثمرها البنوك في أسهم هذه الشركات. ثانيها، امتلاك هذه البنوك لكوادر متخصصة ومتفرغة للقيام بتجميع وتحليل المعلومات، بخلاف ما يتمتع به المساهم الفرد من ضعف الإشراف والمتابعة لاعتقاده بان مساهمته في ذلك إنما تتوزع على جميع المساهمين، ولا تكاد تكفي لتغطية التكاليف التي يتكبدها في سبيل ذلك. ولهذا قد تميل أغلبية المساهمين إلى الاتكالية وتوقع قيام الآخرين بالإشراف على الشركة ومتابعة أدائها.

---

[1] - يحي بن سعيد الجابري، دور المصارف في تطوير أداء أسواق الأوراق المالية، مجلة سوق المال، العدد 28،(سلطنة عمان: الهيئة العامة لسوق المال، يناير 2005)، 48-49.

- تقوم البنوك التجارية بدور كبير في تقليل مخاطر تسوية الصفقات التي تتم في سوق الأوراق المالية من خلال دخولها كطرف ثالث في التسوية النقدية باستلام القيمة من الطرف المشتري ودفعها إلى الطرف البائع، والدفع من مواردها الخاصة في شكل قروض مؤقتة في حال تأخر المشتري في الدفع.
- تساهم البنوك التجارية في تمويل عمليات صغار المستثمرين وذلك بضمان الأوراق المالية، وتقدم القروض للعملاء لتمويل عمليات الاكتتاب في الأسهم، وإدارة المحافظ المالية للعملاء من حيث الاحتفاظ بالأوراق المالية، تحصيل الكوبونات، وتوزيع الأسهم وبيع وشراء الأوراق المالية لصالح العملاء.

ومع التسليم بالأدوار الهامة التي تؤديها البنوك التجارية في إضفاء صفة العمق على سوق الأوراق المالية والارتقاء بكفاءة أداء هذه السوق، فان هذا لا يمنع من وجود بعض العواقب السلبية والآثار غير المرغوب فيها التي تتمخض عن قيام البنوك بالجمع بين الأنشطة التقليدية والاشتغال بالأنشطة الخاصة بسوق الأوراق المالية، ويرجع هذا إلي عدة أسباب من أهمها[1]:

- مشكلة عدم التوافق بين مواعيد استحقاق خصوم البنك وأصوله في حالة الاستثمار في الأسهم والسندات عن طريق التملك. فالبنك الذي يشتري أسهما وسندات بغرض الاحتفاظ بها لمدة طويلة فانه يواجه عقبة مفادها أن أغلب مصادر تمويله تتكون بالأساس من ودائع العملاء تحت الطلب ولآجال قصيرة، وهذا ما يولد مشكلة عدم توافق في تواريخ استحقاق الخصوم والأصول وما تنجر عنها من مشاكل سيولة، وعدم القدرة علي الوفاء بسحوبات العملاء من حساباتهم، وعدم القدرة على الوفاء بكل التزامات البنك على المدى المتوسط و البعيد.
- قد تلجأ البنوك التجارية من أجل تفادي مشكلة عدم توافق استحقاق الخصوم والأصول إلي المضاربة في سوق الأوراق المالية عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية في آجال قصيرة بقصد تحقيق أرباح رأسمالية، وهذا ما قد يعرض البنوك لمخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في غير صالح البنوك.
- قد لا تعطي البنوك التجارية اهتماما كبيرا بمهنة السمسرة في سوق الأوراق المالية باعتبارها نشاطا ثانويا مقارنة بنشاطها الأساسي المتمثل في حفظ الودائع وتسوية المعاملات ومنح القروض، فلا تقوم بتصريف الموارد المالية والبشرية بشكل يسمح لها بتطوير سوق الأوراق المالية.
- قد يؤدي جمع البنوك التجارية بين الأنشطة التقليدية والأنشطة في سوق الأوراق المالية إلى ظهور كيانات كبيرة وتركيز الهيمنة وتحجيم المنافسة، ونشر حالة من عدم العدالة والتوازن بين البنوك التجارية وشركات الوساطة الأخرى بسبب عدم التناسب في الأحجام والموارد.

إضافة إلى ما سبق فإن التذبذبات والتحركات في أسعار الفائدة على الودائع قصيرة الأجل قد تترك أثارا سلبية في الطلب على الأوراق المالية، فرفع سعر الفائدة على الودائع يؤدي إلى تحول توظيف الأموال من

[1] - المرجع السابق، 49-50.

الاستثمار في الأوراق المالية إلى إيداعها في شكل حسابات مصرفية ما يؤدي إلي حدوث ركود في نشاط سوق الأوراق المالية.

وبخصوص علاقة سوق الأوراق المالية بالبنوك التجارية، انقسمت الآراء حول مدى مساهمة البنوك التجارية في تطوير وتعزيز أداء الأسواق المالية بين مؤيد ومعارض ما انعكس على القوانين التي تنظم عمل أسواق الأوراق المالية في بعض الدول. إلا أن التجربة العملية تشير إلى أن الممارسة الأكثر شيوعا هي السماح للبنوك التجارية بممارسة الأنشطة الخاصة بسوق الأوراق المالية. فيوضح المسح الذي قام به المعهد الدولي للمصارف في سنة 2003 الحقائق التالية[1]:

- من بين أربعة وخمسين دولة التي شملها المسح، اتضح أن هناك خمسة وأربعين دولة يسمح فيها للبنوك التجارية بتملك الأسهم في الشركات غير المالية بقيود معينة، كأن لا تتعدى نسبة التملك نسبة معينة من رأس مال الشركات. في حين وجدت تسعة دول أغلبها من أمريكا الجنوبية إضافة إلي الصين لا تسمح للبنوك التجارية بتملك أسهم الشركات غير المالية تحوطا من مخاطر السيولة وضعف المقدرة المالية.
- من بين أربعة وخمسين دولة التي شملها الإحصاء، اتضح أن هناك ثلاثة وخمسين دولة تسمح للبنوك التجارية بممارسة أنشطة سوق الأوراق المالية كالتعهد بتغطية الإصدار والسمسرة. بينما تعد الصين الدولة الوحيدة التي لا تسمح بذلك.
- من بين ثلاثة وخمسين دولة التي تسمح للبنوك بمزاولة أنشطة الوساطة في سوق الأوراق المالية، هناك ثلاثة وثلاثين دولة تسمح للبنوك من ممارسة الأنشطة مباشرة، بينما تسمح عشرون دولة بأن تمارس البنوك أنشطة الوساطة من خلال شركات فرعية تتبع البنوك التجارية، وخاصة نشاط المتاجرة في الأوراق المالية لصالح البنك والتعهد بتغطية الإصدار.

الفرع الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بسوق القروض متوسطة وطويلة الأجل

يندرج في حيز سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل البنوك المتخصصة التي تتعامل في القروض التي تفوق أجال استحقاقها السنة الواحدة، وشركات التأمين. ويظهر تأثير البنوك المتخصصة على نشاط سوق الأوراق المالية من خلال إصدار هذه البنوك للسندات كمصدر من مصادر زيادة رأس مال البنوك، وتوظيف نسبة معتبرة من مواردها المالية في شراء الأوراق المالية المصدرة من الشركات الخاصة في مجال الإسكان بالنسبة للبنوك العقارية، والشركات الصناعية المختلفة بالنسبة لبنوك التنمية الصناعية.

إلا أن الواقع العملي لهذه البنوك في الدول النامية، ومنها العربية، يبين اعتماد هذه البنوك بشكل كبيرا على الاقتراض من البنوك الأخرى والإقراض للأفراد والشركات، ولا تعتمد على إصدار السندات إلا في حدود ضيقة، كما لا تلجأ إلى الاستثمار في الأوراق المالية إلا بنسب ضئيلة. كما يظهر تأثير سوق القروض

[1] - الصفحة أعلاه.

طويلة الأجل على حركة تداول الأوراق المالية من خلال التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة طويل الأجل وبعلاقة عكسية، فارتفاع معدل الفائدة في سوق القروض طويلة الأجل يؤدي إلي إعادة توزيع الأموال بين السوقين، فتتدفق الأموال من سوق الأوراق المالية إلى سوق القروض طويلة الأجل بسبب انخفاض عرض الأموال في سوق الأوراق المالية ما يؤدي إلى تقلص نشاط سوق الأوراق المالية وإلحاق خسائر لحاملة الأسهم والسندات فتنهار الثقة في السوق، وينخفض التعامل ما يؤدي إلى المزيد من التقلص والجمود. من هنا تظهر أهمية مراجعة العلاقة بين السوقين عند اتخاذ أي إجراءات تعديل أسعار الفائدة على الودائع طويلة الأجل، والتي من شأنها تكبيل وتعطيل فعالية سوق الأوراق المالية التي تعتبر مصدرا هاما من مصادر التمويل طويلة الأجل للمشروعات الإنتاجية ذات الأحجام الكبيرة. وتعد صناديق معاشات التقاعد وشركات التأمين من أهم المنظمات المالية المشاركة في سوق الأوراق المالية، خاصة في الدول المتقدمة، حيث تتوفر لديها الإدارة الاقتصادية عالية الخبرة باستثمار الموارد المالية المتأتية من تجميع أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم، وتوظيفها في شراء الأسهم والسندات التي تصدرها الجهات المختلفة[1]، وهذا ما يعطي دفعا لإنعاش سوق الأوراق المالية. وتشير بعض الدراسات أن شركات التأمين في الولايات المتحدة الأمريكية لا تحتفظ إلا بـ 2% من مواردها المالية في شكل سيولة نقدية، والنسبة الباقية يتم توظيفها في سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: متطلبات قيام سوق الأوراق المالية

يتطلب قيام أسواق الأوراق المالية توافر عدد من المقومات تؤهلها لتحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها. من أهم هذه المقومات الأساسية والتي لا يستغنى عنها أي اقتصاد يريد النجاح لهذه السوق مايلي[2] :

- اعتناق فلسفة اقتصادية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من المنتج والمستهلك والمصدر والمستورد وغيرها من الهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي. وتنبع أهمية اعتناق هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب القطاع الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات وإعادة تخصيصها على أوجه النشاط التي تحقق أعلى معدل عائد ممكن في ظل ادني مستوى ممكن من المخاطرة التي يتعرض لها الحائز على الثروة.
- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات- بشقيها الوطني والأجنبي- المعروضة، وفي الوقت نفسه يقابلها طلب كاف عليها سواء تمثلت في فرص استثمارية جديدة أو توسعات في الطاقة الإنتاجية لتفادي أي خلل في المعروض ما يؤدي إلي تشوه المتغيرات النقدية والحقيقة. ويتوقف ذلك على عدة عوامل، من أهمها: الطاقة الاستيعابية، وحجم السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع، ومدى انفتاحه على الأسواق الخارجية،

---

[1]- عبد الرحمان عبد الله ألحميدي وعبد الرحمان عبد المحسن خلف، النقود والبنوك والأسواق المالية، (الرياض:دار الخريجي،1417)،77.

[2]- أبو بكر الأمين الدسوقي، المستثمرون المؤسسيون، ندوة حول المصارف العربية و العودة إلي المستقبل، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2002)، 369-370. أحمد حسين راشد الكبيسي، مقومات نجاح الأسواق المالية، مجلة السوق، عدد خاص،(مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، 2005)، 38.

ومدى توفر البنية التحتية التي تولد دافع الاستثمار في مختلف المجالات الاقتصادية. وحقيقة أسواق الأوراق المالية أنها تعتمد في جوهرها على تحويل المدخرات إلى استثمارات، ولهذا استخدمت عددا من الدول أساليب مختلفة لتحويل ادخار مواطنيها إلى استثمارات. فمثلا قامت الحكومة في مدغشقر باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم شركات قومية، وقامت الحكومة التونسية بإتباع نفس الأجراء مقابل منح الموظفين سندات قومية[1]، إلا أن هذه المحاولات باءت بالفشل لطبيعتها التعسفية.

وتلافيا لهذه الظاهرة اتجهت الكثير من الدول إلى إقامة أسواق للأوراق المالية وأحاطتها بالكثير من الضمانات حماية لصغار المستثمرين وتشجيعا لهم على الاستثمار في هذه الأسواق، وفي كثير من البلدان النامية ومنها العربية قد لا يعزى قلة التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية إلى قلة المدخرات بقدر ما يعود إلى خوف المستثمرين من ولوج هذه الأسواق لاعتقادهم بصعوبة استرداد أموالهم عند الحاجة ما يوضح بجلاء تدني الوعي الاستثماري لدى أفراد المجتمع الذي يغذيه مجموعة من العوامل، منها: غياب الإعلام الاقتصادي والممارسات العملية التي تنمي الفكر الاستثماري لأفراد المجتمع وتوضح لهم مزايا الاستثمار في الأوراق المالية. ففي بعض الدول الأوروبية في إطار سعيها لتنشيط سوق أوراقها المالية، تم تخصيص أيام وأوقات معينة لزيارة الجمهور للبورصة للتعرف على وظائفها وآليات التعامل فيها وهذا ما انعكس إيجابا على تنامي الثقافة البورصية لدى أفراد هذه المجتمعات، حيث تظهر الإحصائيات أنه في فرنسا يوجد حامل سند من بين كل ثلاثين مواطن فرنسي، وفي بريطانيا يوجد حامل سند من بين كل اثنان وعشرين مواطن بريطاني، أما في أمريكا فترتفع هذه النسبة لتصل إلى حامل لسند أو سهم من بين سبع مواطنين. بينما يوجد حامل سند أو سهم من بين كل أربعمائة مواطن تونسي[2].

- إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة من خلال مرونتها وقدرتها على التكيف والتطور المستمر مع المستجدات الاقتصادية المحلية والدولية، إذ توفر هذه التشريعات يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات وتحركات رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توفر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في سوق الأوراق المالية. ونشير إلي أن الإطار التشريعي والتنظيمي لا ينبغي حصره على قانون إنشاء سوق الأوراق المالية، أو التعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب،بل يمتد ليشمل كافة التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النقد، وتشجيع الاستثمارات وقوانين الضرائب والجمارك وقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة والتدقيق وقوانين التجارة. ولابد من التنبيه إلى أهمية أن تنسجم وتتفاعل هذه القوانين بنفس اتجاهات السياسات النقدية والمالية وسياسة سوق الأوراق المالية، بحيث تصب جميعها في أهدافها ومراميها على تشجيع الادخار وتنمية الثروات الوطنية عن طريق استثمار الفوائض المالية المتراكمة لدى الأفراد

[1]- أحمد فهمي الإمام، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 1979)، 44-50.

[2]- المرجع السابق، ص52. نادية أبو فخره مكاوي، اتجاه معاصر في إدارة المنشات والأسواق المالية، (مصر: مكتبة النهضة العربية، 1990)، ص37.

والمؤسسات في الفرص الاقتصادية المتاحة، وفي مقدمتها الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات أو المؤسسات الحكومية. لذا يجب تجنب أية سياسات نقدية أو مالية لا تعيق نمو رأس المال وتفاعله بالشكل المطلوب مع تلبية احتياجات الاقتصاد للتمويل المناسب.

- وجود مؤسسات مالية ومصرفية فعالة ومتنوعة بالحجم يكفي لتجميع المدخرات من ناحية، واستحداث وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى.
- وجود الجوانب المحاسبية التي تخضع للمعايير الدولية من أعراف ومبادئ معمول بها وتنظيم مهنة التدقيق بما يوفر الثقة في البيانات المالية المنشورة وإتاحة أكبر قدر من المعلومات للمستثمرين بما يترتب على ذلك الدقة في اتخاذ القرارات وقيامها على أسس علمية وسليمة، فتواجد هذه المهنة مقوم أساسي من مقومات نجاح السوق واستمرارية ذلك النجاح. إضافة إلى إنشاء مؤسسات التصنيف التي تتابع تطور الميزانيات بما يوفر للمستثمرين وسيلة للاسترشاد بها في بناء وصياغة الاستراتيجيات الاستثمارية.
- وجود أدوات مالية متنوعة تضفي على سوق التداول عمقا كافيا للتداول تحقق تنوع الفرص بما يحد من المخاطر، خاصة إذا ما اتصفت تلك الأدوات بالسيولة العالية تمكن المستثمرين من الدخول إليها والخروج منها بيسر وسهولة وبأسعار عادلة. ومن أهم إجراءات تعميق السوق هو تشجيع تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة تفتح ملكياتها أمام الجمهور.
- توفير التقنية التي تساعد على تحقيق السيولة وتخفيض التكاليف، مثل تطبيق نظام التداول الالكتروني الذي يعالج أكبر حجم من الصفقات في وقت يسير، بالإضافة إلى قدرته على ربط السوق المحلية بالأسواق المالية الإقليمية والدولية للتعريف على الفرص الاستثمارية المتاحة في تلك الأسواق.

بالإضافة إلى ما سبق يجب على الدولة التي تبغي إرساء سوق أوراق مالية أن تتمتع باستقرار سياسي واجتماعي وعملة مستقرة قابلة للتحويل، إضافة إلى انتشار الوعي الاستثماري والإدراك الواسع من قبل الجمهور بأهمية سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وفي تحريك المدخرات نحو الفرص الاستثمارية لتمويلها ما يضمن مجتمعاتهم ولهم ولأولادهم مستقبلا يكفيهم عن سؤال غيرهم ويضمن لهم كرامة العيش وسعادة الحياة. وحتى نستشعر هذا الانتماء يحضرني مثالا حكاه الدكتور ممدوح الشرقاوي وهو في زيارة إلى اليابان سنة 1987 حيث استجلبه سلوك اليابانيين في الإقبال على المنتجات اليابانية مع وجود المنتجات الأمريكية بسعر أرخص من المنتجات اليابانية، وعندها سأل بعض اليابانيين فأجابوه أنهم مساهمون في شركات هذه المنتجات وأن العدول عن شراء منتجاتها يفضي إلى تخريب الصناعات المحلية ويدمر مستقبل أولادهم.

ونشير في هذا المقام أن توفير المناخ الملائم لإنشاء سوقا للأوراق المالية ليس نهاية في حد ذاتها، فالكثير من البلدان العربية أنشأت أسواقا للأوراق المالية ولدت ميتة في رحمها منتهجة في ذلك أسلوب إستراتجية "ابن السوق وسوف يأتي إليك الآخرون" لكنها لم تستقطب الكثير من المتعاملين. وعليه فان توفير المناخ الملائم

الحاجة إلى مجموعة من التصرفات خاصة من الدولة والشركات لإضفاء الثقة بينها وبين المتعاملين الاقتصاديين، وهذا ما ينعكس على كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومستوياتها

تعد كفاءة سوق الأوراق المالية من المفاهيم المالية التي تم اكتشافها بالصدفة عندما قام "موريس كاندال" بدراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة لوضع نماذج متكررة لتلك الأسعار في فترات زمنية المختلفة من الرواج والكساد، وانتهت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن من خلالها التنبؤ بسعر سهم معين.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها

أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي وضعها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. فتعرف السوق الكفء أنها "السوق التي تكونت فيها حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماما لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها"[1]. وتعرف أيضا أنها "السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات الواردة والمترتبة إلى السوق مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"[2].

يتضح من التعاريف السابقة أن المعلومات في سوق الأوراق المالية الكفء هي المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة[3]، حيث تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة سواء كانت معلومات مالية أو سياسية أو اجتماعية مشتملة على إدراك وفهم المستثمرين لهذه المعلومات، وتمحيصها وعزل ما هو غير موضوعي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية حتى لا تنحرف وتبتعد القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية. وفي خضم السوق الكفء تنعدم فرص تحقيق أرباح غير عادية من قبل مستثمرين على حساب الآخرين باعتبار توفر العدالة في حصول جميع المتعاملين على المعلومات في نفس الوقت، وهذا ما يجعل سعر الورقة المالية تعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

---

[1]- صفوت عبد السلام، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2006)، 19-20.
[2]- ناصر مثنى عبد الإله، كفاءة سوق الأوراق المالية، ندوة حول الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية.
[3]- عماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000)، 79.

ثانيا: أهمية الكفاءة لسوق الأوراق المالية

تتطلع الأطراف المتعاملة في أي سوق للأوراق المالية أن تتصف هذه السوق بالكفاءة، عدا المضاربين الذين يجدون في السوق غير الكفء فرص لتحقيق المكاسب الرأسمالية، نظرا للفوائد التي تترتب على هذه الكفاءة. لذلك أولت السلطات الاقتصادية اهتماما كبيرا لموضوع الكفاءة وجعلتها في سلم الأولويات. وفي واقع الحال، فإن مطلب أن يكون سوق الأوراق المالية متسما بالكفاءة إنما يستند إلى الأهمية والمبررات التالية:

- الكفاءة تحدد قدرة سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو من الخارج، وكذلك قدرتها على التوزيع الأمثل لتلك الأموال. ففي كنف سوق الأوراق المالية الكفء يستطيع المستثمر معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة ما يجعله يتجه تلقائيا نحو المجالات الأكثر ربحية وإلى الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة، وهذا ما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية[1]. أما إذا كانت السوق غير كفء فستكون هناك مقايضة غير صحيحة بين العائد والمخاطرة ما يترتب عليه قبول مشروعات كان من الواجب رفضها أو رفض مشروعات كاف من الواجب قبولها.
- الكفاءة تؤسس التسعير الصحيح للأوراق المالية ما يشجع على التعامل في الأوراق المالية ويدفع الأفراد نحو الاستثمارات المختلفة، بخلاف إذا كان التسعير غير صحيح فسيحجم الكثير من أصحاب الفوائض عن الاستثمار المالي ما يؤدي إلى نقص عرض الأموال المتاحة للشركات، ومن ثم إعاقة عملية النمو.
- لا يوفر السوق الكفء الفرصة لأي متعامل أن يحقق عائدا يفوق ما حققه الآخرون، فالمستثمر بحاجة إلى أن يمثل السوق مباراة عادلة وبذلك يوفر السوق الكفء الحماية والثقة التي يرغبها أي مستثمر، وهذا ما يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على توظيف الأموال في هذه الأسواق[2].
- يوفر السوق الكفء لمدراء الشركات المؤشرات الصحيحة التي تعينهم على اتخاذ القرارات التي تعظم من ثروة الملاك، كما توفر لهم المعلومات المرتدة الصحيحة على إثر القرارات المتخذة من خلال التسعير الحاصل في أسعار أوراقها المالية، إضافة إلى أن سلامة التسعير تستوجب على المدراء إتباع سياسة الإفصاح عن المعلومات، فالأوراق المالية لن يتم تسعيرها بكفاءة إلا إذا تم تغذية السوق بكافة المعلومات ذات الصلة وبسرعة كبيرة.
- الحد من حالات المضاربات المالية المحمومة التي تؤدي إلي زعزعة الثقة بسوق الأوراق المالية، إذ أن أسعار السوق المالية الكفؤة تستجيب للمعلومات الجديدة والدقيقة ولا تستجيب للمعلومات غير الدقيقة التي يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية. فكلما كانت مقدار استجابة الأسعار للمعلومات صحيحا وموضوعيا كلما ساهم ذلك في استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة بالسوق مما يسهل

---

[1] - جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 1996)، 108.
[2] - المرجع السابق، 109.

عملية تدفق رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات الجديدة، ومن ثم فان كفاءة سوق الأوراق المالية تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل وعقلاني بين المشاركين فيه[1].

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يميز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية، هما:

أولا- الكفاءة الكاملة

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأوراق المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق من دون وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل أو السعر التوازني للورقة المالية[2]، فبمجرد وصول المعلومة إلى السوق تجد لها انعكاس مباشر على سعر الورقة المالية. ويشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى ثلاثة عناصر أساسية، وهي: التأثير الكامل، وإتاحة المعلومات على قدر من العدالة لجميع المتعاملين، والسرعة والدقة في إحداث التعديل على سعر الورقة المالية.

والمتأمل في حقيقة ما يجري في بورصات الأوراق المالية، يكاد يجزم أن الكفاءة الكاملة غير متحققة، بل هي حالة مثالية. حيث أن وجود تكاليف وضرائب على التعاملات في أسواق الأوراق المالية المختلفة يفضي إلى تأجيل وتعطيل عمليات الاستثمار، فضلا عن وجود ما يسمي بالتجار الداخليين الذين يحصلون على معلومات داخلية قبل غيرهم، سيما مع وجود مؤسسات مالية التي تملك وسائل احتكارية في الحصول على المعلومات قبل الآخرين، ومن ثم تحليلها وبناء قرارات استثمارية على أساسها ما يوفر لها أرباح غير عادية على حساب بقية المتعاملين[3]. إضافة إلى استئثار قلة من المستثمرين على صفقات بيع وشراء الأوراق المالية ما يؤثر على نشاط سوق الأوراق المالية وتوجيه أسعار الأوراق المالية بما يخدم مصالحها، حيث تشير إحدى الدراسات أن من 70 إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة ما أثر على أسعار الأوراق المالية بشكل ملحوظ[4]. إضافة إلى ما يتميز به سلوك المستثمر من عدم الدقة والموضوعية تجاه تحليل العديد من الحقائق الاقتصادية، إذ غالبا ما يمتزج سلوك المستثمرين بالانطباعات والميول الشخصية التي لا يمكن تفاديها بحال من الأحوال. ويعد القبول بمنطق الرشادة الاقتصادية بمثابة نقطة التحول من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.

1- عباس كاظم السعدي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (عمان : دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010)، 203.

2- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2004)، 185.

3- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 282.

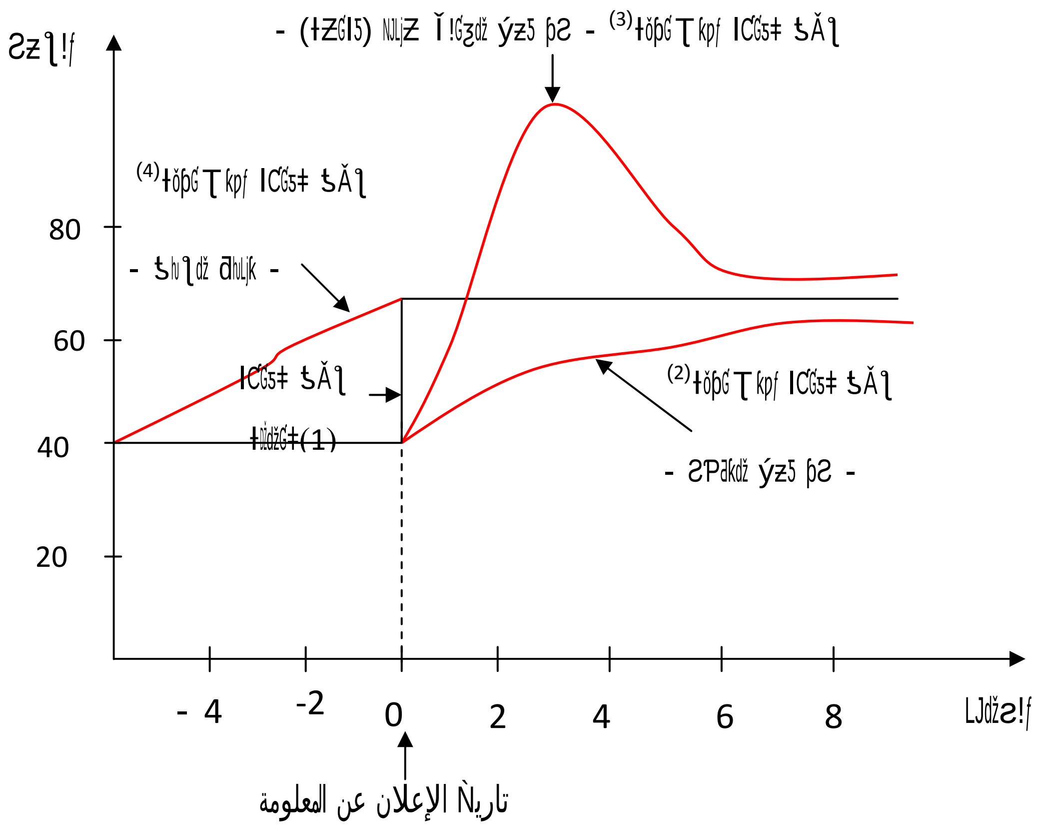
4- محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية: آلية عملها، شرعية التعامل فيها، الرقابة القانونية عليها،(القاهرة: دار الكتب القانونية- دار شتات للنشر والبرمجيات،2010)، 227.

ثانيا- الكفاءة الاقتصادية

سوق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الاقتصادية هي السوق التي تتأخر فيها المعلومات قليلا من الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، أي وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة.

وهذا ما يفضي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية لشيء من الوقت. والشكل التالي يوضح حالات سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية.

الشكل رقم 03: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية عند ورود معلومة سارة



المصدر: منير الدين سعد و زكرياء سعد، محاضرات في الأسواق المالية والبورصات، (القاهرة: دار إسراء، 2007)، 195.

من خلال الشكل، تمثل سوق الكفاءة الكاملة في الخط (1)، حيث نلحظ استجابة فورية للإعلان عن المعلومة السارة التي تخص الشركة صاحبة إصدار الورقة المالية. وفي المقابل، تمثل إمكانية رد فعل غير آنية للمعلومة الواردة إلى السوق والتي تعكس الكفاءة الاقتصادية، وتأخذ هذه الكفاءة ثلاث صور ممكنة، هي:

- رد فعل متأخر حيث لا تستجيب سعر الورقة المالية فورا نتيجة الإعلان عن المعلومة السارة، بل يلزم انقضاء عدة أيام حتى يستكمل رد الفعل، أي تحدث تعديل تدريجي متباطئ نسبيا وتمثل هذه الصورة الخط (2).

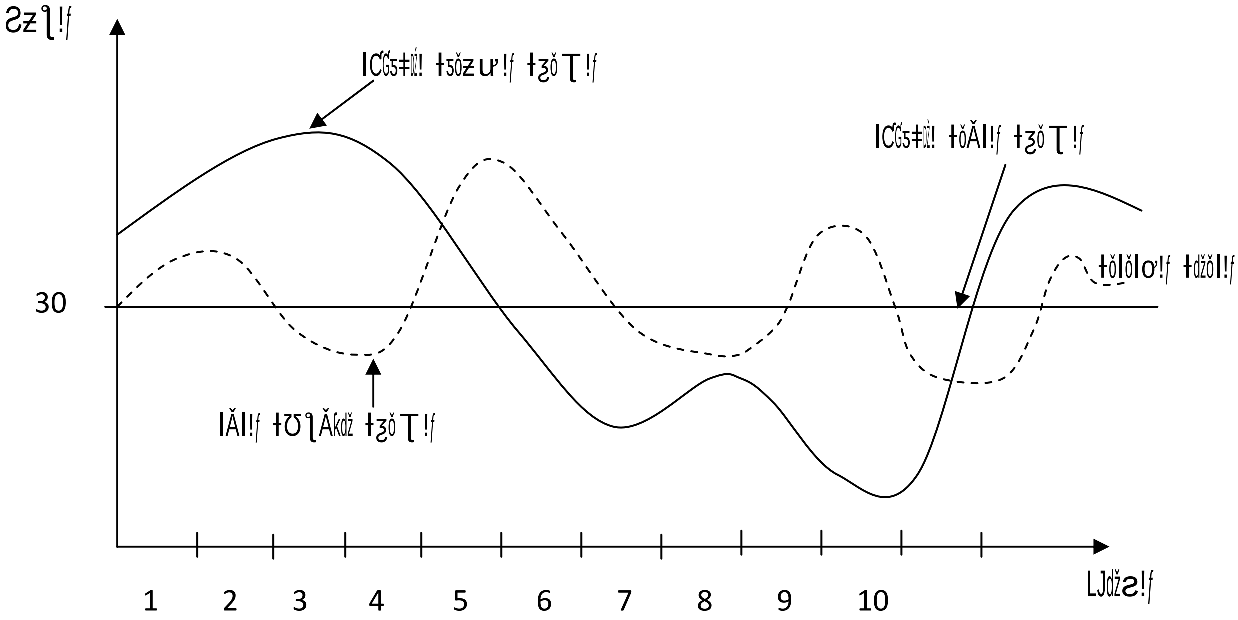
- رد فعل مغالي فيه، حيث يرتفع السعر عند الإفصاح عن المعلومة بأكثر مما ينبغي نتيجة التفاؤل المفرط الذي أبداه المستثمرين تجاه قيمة الورقة المالية من جراء تحليل المعلومات بشكل خاطئ، إلى أن يتم اكتشاف أن القيمة السوقية للورقة المالية مبالغ فيها، تبدأ أوامر البيع في التدفق ما يؤدي إلى انخفاض سعر الورقة المالية لتصل إلى قيمتها الحقيقية، كما يبدو في الخط (3).
- المعرفة المسبقة بالإعلان، مثل تسريب المعلومة من قبل أحد أعضاء مجلس الإدارة في الشركة لبعض المحللين قبل إعلانها بأيام، وهنا تأخذ سعر الورقة المالية بالصعود قبل تاريخ إعلان المعلومة، ولا يحدث أي تصاعد سعري لحظة الإعلان إلا بما يعكس فقط العنصر غير المتوقع في هذه المعلومة، وهذا ما ينجر عنه جني أرباح غير عادية لبعض المتعاملين ما يقوض من كفاءة السوق، ويهدد السوق بفقدان كفاءته التسعيرية.

الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

ارتبطت معظم البحوث المبكرة في مجال كفاءة أسواق الأوراق المالية على فرضية المسار العشوائي لأسعار الأوراق المالية، وكانت تجنح هذه البحوث إلى الدراسة الميدانية دون الاعتماد على إطار فكري يقوم بتنظيرها. وحاول الاقتصادي "فاما FAMA" أن يشكل نظرية السوق الكفء في صورة نموذج المباراة النقية، وهذا النموذج يتعامل مع السعر في لحظة زمنية معينة بخلاف فرضية مسار العشوائي الذي يتعامل مع التحركات السعرية عبر الزمن[1]. ويعني هذا من الناحية التطبيقية، أن السوق قد تكون كفاءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، وقد تكون غير كفئة بالنسبة لنظام آخر. وقد أورد الاقتصادي "FAMA" ثلاث صيغ مختلفة للكفاءة السوقية، وهي: الصيغة الضعيفة للكفاءة، والصيغة متوسطة القوة للكفاءة والصيغة القوية للكفاءة. ويمكن تصوير تذبذب وتقلب الأسعار في مختلف صيغ الكفاءة على النحو التالي:

[1] - [illegible] 196-195.

الشكل رقم 04: سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاث للكفاءة في سوق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 145.

يتبين من الشكل أعلاه، أنه في ظل فرضية الصيغة الضعيفة يمكن توقع حدوث تباين كبير وانحراف مؤقت للقيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقة أو المتوقعة. ووفقا لذلك، فإن المستثمرين سيحققون إما أرباحا مرتفعة أو خسائر فادحة، وهو ما يعكسه المنحنى المستمر في هذا الشكل. أما في ظل الصيغة المتوسطة للكفاءة يلاحظ أن تذبذب الأسعار يكون في مدى ضيق، إذ يحتمل أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقة طفيفا أو هامشيا مقارنة بفرض الصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم سيكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضحه المنحنى المتقطع. في حين تثمل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة بمثابة الوضع المثالي أو التوازني للسوق، وفي ظل هذه الكفاءة تتساوى القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقة عند كل لحظة زمنية، وبالتالي يكون الانحراف بين القيمتين معدوما. ويترتب على هذا اختفاء أثر العوائد الزائدة كما هو مبين في الخط المستقيم المستمر في الشكل . ونعرض فيما يلي مضامين الصيغ المختلفة للكفاءة السوقية.

أولا- فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

في ظل هذا النمط، يفترض أن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس كليا كل المعلومات التاريخية عن الأوراق المالية، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات وعوائد الأوراق المالية للفترات السابقة وأسعار الفائدة. ويعني هذا أن محاولة التنبؤ بسعر الورقة المالية على المدى القصير بالاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار

الماضية هو أمر عديم الجدوى[1]، لأن التغيرات المتتالية في سعر الورقة المالية في المستقبل غالبا ما تكون مستقلة كليا عن التغيرات التي حدثت في الماضي، ولا توجد أي علاقة واضحة بينهما، وعليه يكون مسار أسعار الأوراق المالية مسارا عشوائيا[2]. وبناءا عليه، فإن سعر الورقة المالية الجاري يعادل آخر سعر مشاهدة، مضافا إليه العائد المتوقع للسهم، بالإضافة إلى عنصر الصدفة. ويكون آخر سعر مشاهدة هو سعر اليوم السابق أو الأسبوع السابق أو الشهر السابق وفقا لفئة المعاينة. أما العائد المتوقع فهو دالة لدرجة المخاطرة الورقة المالية، والذي يحسب من أحد نماذج المقايضة بين المخاطرة والعائد. أما عنصر الصدفة فينتج عن المعلومات الجديدة عن الورقة المالية، وهي معلومات تتصف بالعشوائية ولا يمكن التنبؤ بها مسبقا، فيمكن أن يكون لهذا العنصر قيمة موجبة أو سالبة ولكن له توقع يساوي الصفر حيث لا يمكن التنبؤ به من الأسعار التاريخية[3]. ويتأسس على إنكار إمكانية التنبؤ بالتحركات المستقبلية للأسعار في السوق بناءا على المعلومات التاريخية إنكار الوسائل المتعددة التي يلجأ إليها القائمون على التحليل الفني، والذي يهدف إلى محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية من خلال تحليل أنماط التحركات السعرية التاريخية.

ثانيا- فرضية الصيغة متوسطة الكفاءة

بموجب هذه الصيغة، فإن الأسعار السوقية تعكس جميع المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية أو الظروف الاقتصادية المحلية، أو ظروف الصناعة أو الشركة ذات العلاقة، بجانب التقارير المالية والتحليلات المتاحة للجمهور[4]. وتفيد هذه الكفاءة في أن بناء القرارات الاستثمارية على ضوء المعلومات الجديدة المنشورة لن تحقق للمستثمرين عوائد أعلى من المتوسط على صفقاتهم نتيجة للتعديل السريع في سعر الورقة المالية استجابة للمعلومات الواردة إلى السوق[5]. ونشير إلى أن الاستجابة في أول الأمر قد تكون غير صحيحة كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات، غير أنه مع مضي بعض الوقت تتضح مضمون تلك المعلومات لتنعكس أثارها بشكل صحيح على أسعار الأوراق المالية. فعلى سبيل التوضيح، إذا افترضنا أن إحدى الشركات لاحظت ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، ومن ثم قررت بيع بعض الأسهم، فإنه في ظل فرضية الكفاءة الضعيفة لن تحقق هذه الشركة سوى الأرباح العادية باعتبار تاريخية المعلومات السوقية، وأن الأسعار قد تغيرت بالفعل وفقا لهذه المعلومات. وعلى الجانب الآخر، إذا قامت شركة أخرى بالربط بين المعلومات التاريخية والمعلومات المحاسبية الداخلية التي لم تنشر بعد، مثل الأرباح العالية المحققة، فإنها تستطيع إعادة شراء الأسهم قبل الإفصاح عن أرباحها ثم تعيد بيع هذه الأسهم بعد

1- [illegible] 46.

2- [illegible] 503.

3- [illegible] 200.

4- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 143.

5- إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، 50.

الإفصاح محققة أرباح غير عادية، لأن المعلومات التي تم استثمارها لم تكن متاحة للجميع. ولكن إذا كان تصرف الشركة بإعادة الشراء أو البيع قد تم بعد الإفصاح عن أرباحها، فلن تجني سوى الأرباح العادية لاستيعاب الأسعار كل المعلومات المنشورة والمتاحة. وعلى هذا، فإن التحليل الأساسي* لن يؤدي إلى تحقيق عوائد إضافية.

ثالثا: فرضية الصيغة القوية للكفاءة

وهي أكثر أنماط الكفاءة قوة، حيث تعكس أسعار الأوراق المالية تماما كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، سواء المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، بالإضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منهم، مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وحينها لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، حتى لو استعان بخدمة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين[1]. وهذا يعني أن العوائد الإضافية تتطلب مخاطر إضافية، فالشركة التي في حوزتها معلومات داخلية عن اختراع ما مثلا، لن تستطيع استثمار هذه المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، لأنه بمجرد القيام بمثل هذه المحاولة للاستثمار فإن السوق سيعرف ما حدث، ومن ثم تتعدل الأسعار بسرعة قبل أن تقدم الأطراف الداخلية عن شراء الأسهم.

* يركز التحليل الأساسي بشكل عام على دراسة وتقييم أداء الاقتصاد الكلي وتوقعاته المستقبلية، ودراسة وتقييم توقع نمو صناعة الشركات بشكل عام، ودراسة وتقييم المركز المالي للشركات من أجل تحديد مناسب للقيمة العادلة للورقة المالية. بينما يركز التحليل الفني على محاولة قراءة مؤشرات الأسهم في السوق ودراسة سلوك هذه المؤشرات في الماضي للتنبؤ بالأسعار في المستقبل.

[1]- فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،(عمان: دار وائل، 2008) ، 50-51.

خلاصة الفصل الأول

تبين من العرض السابق أن سوق الأوراق المالية من أهم الأجهزة التمويلية التي توفر التمويل الدائم للمشاريع الإنتاجية والخدمية بعيدا عن الضغوط التضخمية والوقوع تحت ضغوط التمويل البنكي، بل أن هذه السوق توفر رقابة خارجية شعبية على أداء الشركات المدرجة فتجدها تحرص دائما على اتخاذ القرارات الرشيدة والسليمة التي تصب في مصلحة العمال والمساهمين والبلد. وابعد من ذلك، تغرس هذه السوق ثقافة المشاركة في المجتمع وتزيد من ثقة الفرد بالشركات والسياسات الاقتصادية المنتهجة.

إن سوق الأوراق المالية، في حقيقتها، تعكس إلى حد كبير ثقافة المجتمع وعقلية متخذ القرار وسلوك المدخر إلى حد ما، وقيامها على الوجه الأمثل إنما يتطلب تضافر كافة الأطراف الاقتصادية وفهم بعمق ماهية هذه السوق ودورها في الحياة الاقتصادية والاجتماعية وتوفير الظروف المواتية لإنشائها وتنشيطها، ذلك أن هذه السوق عبارة عن أداة إن أحسن استعمالها كانت معينة للتنمية وان أسيء استخدامها كانت مثبطة لعملية النمو والتنمية.

لقد واكبت أسواق الأوراق المالية منذ نشأتها التطورات والتغيرات الاقتصادية المتلاحقة والمتراكمة عبر الأزمان والعصور، تؤثر وتتأثر بهذه التغيرات لتنعكس على المتغيرات الاقتصادية الكلية للبلد. غير أنه منذ ثلاثين سنة الماضية أضحت هذه السوق أداة تثير الكثير من المخاوف والتساؤلات عن حقيقة دورها في النشاط الاقتصادي ذلك أنها أصبحت مصدر الأزمات الاقتصادية ومنبع الاختلالات الاقتصادية ما جعل الاقتصاد يفقد هذه الآلية لإنشاء المشاريع المتنوعة. فما هي الأسباب التي أدت إلى حياد سوق الأوراق المالية عن وظائفها الحيوية؟ وهل تحولت هذه السوق فعلا من أداة استثمار إلى أداة قمار؟ هذا ما سنحاول التطرق إليه في الفصل الموالي.

ÆǱlƦJl ǨdžǞJl

lǵدعـλ Æə ةملǸعـلl Ɵlǵlʅơl

lǵƩƥϱƿ ÆJlمـلlƿ åƳldžƣǡȅl

ةǿJlمـلl ǟlʒƿȁl ǟlǸƽϱ Ǻǫ Ȗ

تعتبر قضية التنمية الاقتصادية الشغل الشاغل لكل سياسة اقتصادية التي غايتها رفاهية أفراد المجتمع وتوفير الحاجات الأساسية لكل مواطن من صحة وتعليم ودخل وثقافة وغيرها. وقد أضحت التنمية عملية معقدة وصعبة التحقيق لارتباطها بمتغيرات يصعب على الدولة في كثير من الأحيان التحكم فيها بفعل التطورات المتسارعة والمتلاحقة التي يشهدها الاقتصاد العالمي. ومن هنا احتلت قضية تخطيط التنمية الاقتصادية اهتماما أوسع من التنمية بحد ذاتها، لان التنمية عملية مقصودة وإرادية تتفنن الحكومات في ابتكار أدوات تشغيلها وتفعيلها.

إن التنمية في حقيقتها إستراتيجية بعيدة المدى تحتاج في الأساس إلى عقل مدبر وإلى مال، هذا الأخير له ثلاث مصادر أساسية والمتمثلة في: التمويل المصرفي، توسيع المساهمات، والاعتماد على الموارد المالية الذاتية المتأتية من بيع ما تملكه الدولة من موارد اقتصادية. إلا انه في كثير من الأحيان لا تكفي هذه الموارد المالية لإيفاء بمستلزمات التنمية الاقتصادية التي تتطلب أموالا ضخمة، إضافة إلى أن المراهنة على القروض المصرفية بأنواعها قد تكون عواقبها وخيمة سواء على الجهة المقرضة لورود مخاطر السيولة أو على الجهة المقترضة.

ويبقى المصدر الذي يؤمن المال اللازم لعملية التنمية هو التمويل طويل المدى، وخاصة التمويل من طريق أسواق الأوراق المالية التي بحكم وظيفتها تعتبر صمام الأمان لاستمرارية عملية التنمية وتجديدها. وسوق الأوراق المالية جهاز كبقية الأجهزة يتأثر بالأحداث والمتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية سيما مع بداية سبعينيات القرن الماضي أين عرفت المنظومة المالية العالمية تحولا جذريا بانتقال نمط التمويل من الوساطة المالية إلى اللاوساطة المالية.

هذه التغيرات ألقت بظلالها على نشاط أسواق الأوراق المالية وجعلت من هذه الأسواق عصب التمويل العالمي مع سهولة انسياب التدفقات المالية بين الدول. وهذا ما نحاول الخوض فيه في هذا الفصل من خلال التطرق للعناصر التالية:

- قراءة في مضمون البعد الاقتصادي والمالي للعولمة .
- عولمة الأسواق المالية في ظل العولمة المالية.
- علاقة أسواق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية.

المبحث الأول: قراءة في مضمون البعد الاقتصادي والمالي للعولمة

إن مفهوم مصطلح النظام الدولي الجديد أو النظام العالمي الجديد لا يتحدد بالقدر الكافي إلا إذا نظرنا إليه من خلال رؤية عامة تدخل في نطاقها جميع المتغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية والثقافية والعسكرية التي يعيشها النظام في كل مرحلة، فهذا النظام في تطور مستمر حيث كان النظام الدولي قبل الحرب العالمية الأولى قائما على توازن القوى بين الدول الأوروبية الكبرى ولعبت بريطانيا الدور الأساسي فيه. وبعد الحرب العالمية الأولى تبنى قادة الفكر في المجتمعات الأوروبية الدعوة إلى بناء نظام دولي جديد على أساس تأكيد الهيمنة والسيادة الأوروبية على العالم، وتسخير عصبة الأمم لرعاية هذه السيادة وتنظيمها.

ومع نهاية الحرب العالمية الثانية سنة 1945 حصل تغيير في شكل النظام الدولي بتبرز نظام ثنائي القطبية بين المعسكرين: الشرقي بقيادة الاتحاد السوفييتي والغربي بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية، واستطاع هذا النظام فرض نفوذه على جميع الدول خارج نطاق المعسكرين ما بين تبعية لهذا المعسكر أو ذاك. وما ميز هذا النظام في هذه المرحلة هو اندفاع الدول نحو التسلح، ففي الفترة ما بين 1960- 1985 بلغ الإنفاق العالمي على التسلح 114 ألف مليار دولار في حين بلغ عدد الفقراء في العالم 2000 مليون نسمة منهم 40 مليون شخص يعانون المجاعة المزمنة و800 مليون شخص يعانون من مرض الملاريا، ولو صرفت النفقات العسكرية لنصف يوم واحد لكفت للقضاء على هذا المرض[1]. ومنذ منتصف الثمانينات بدا مصطلح النظام الدولي بثوب جديد بعد حدوث وفاق دولي بين الولايات المتحدة والاتحاد السوفييتي، وقد أطلق على هذا النظام في هذه المرحلة بالعولمة.

المطلب الأول: مفهوم العولمة

يرى أحمد صديقي الدجاني أن العولمة مشتقة من الفعل (عولم) على صيغة فوعل، كما يرى صابر عبد ربه أن "العولمة مشتقة من (عالم) التي يعرفها مختار الصحاح بـ (الخلق)، وتجمع على عوالم وعالمون[2]. والعولمة رباعي المصدر لم ترد في كلام العرب إلا أن الحاجة المعاصرة فرضت استخدامها، وهي تعني تصيير الشيء من وضعية ضيقة محدودة إلى وضعية أخرى أكثر شمولية واتساعا، ونقله من حيز المحدود المراقب إلى أفاق اللامحدود الذي ينأى عن كل مراقبة. والعولمة ترجمة للكلمة الفرنسية Mondialisation المشتقة من الكلمة Monde بمعنى عالم، والتي تعني جعل الشيء على المستوى العالمي[3]، وهي بدورها مأخوذة من الكلمة الانجليزية Globalization المشتقة من الكلمة Globe بمعنى الكرة الأرضية، وهي بذلك تفيد تعميم الشيء وتوسيع دائرته ليشمل الكل. وقد جاء في معجم "Webster" أن العولمة هي " إكساب الشيء طابع العالمية وبخاصة

---

[1]- عبد الرحمن عمر الماحي، العولمة واستلاب الحقوق، مؤتمر حقوق الإنسان في الشريعة والقانون-التحيات والحلول-،(الأردن: جامعة الزرقاء، 2000)، 430.

[2]- صابر عبد ربه، موقف الصفوة من النظام العالمي الجديد،(الإسكندرية: دار الوفاء،2001)، 30.

[3]- رجب بودبوس، مواقف،(بنغازي: الدار الجامعية للنشر والتوزيع والإعلان،1998)، 125.

جعل نطاق الشيء أو تطبيقه عالميا". وجاء في معجم "La Rousse" أن العولمة هي" عمل من شأنه أن يصبح عالميا".

وهنا يجب أن نفرق بين العالمية والعولمة، فالعالمية تعني التعاون الدائم لاقتسام الخيرات والفوائد بين جميع أفراد العالم باختلاف قبائله وشعوبه ولغاته وملله ونحله مع سيادة التفاهم فيما بينهم دون فرض بعضهم على البعض الأخر دينه أو لغته أو مبادئه أو موازينه أو سياساته أو نظامه الاقتصادي والاجتماعي. والعالمية بهذا المفهوم دعا إليها الإسلام وحثت عليها السنة النبوية، من ذلك قول تعالى: **" لا إكراه في الدين قد تبين الرشد من الغي"**[1].

وقوله تعالى:**" لا ينهاكم الله عن الذين لم يقاتلوكم في الدين ولم يخرجوكم من دياركم أن تبروهم وتقسطوا إليهم، إن الله يحب المقسطين"**[2]. وقوله تعالى:**" يا أيها الناس إنا خلقناكم من ذكر وأنثى وجعلناكم شعوبا وقبائل لتعارفوا، إن أكرمكم عند الله اتقاكم"**[3].

أما العولمة فهي خلاف العالمية، فهي تشير إلى جعل العالم عالما موحدا موجها توجيها واحدا في إطار حضارة واحدة. وفي هذا السياق يقول المفكر الفرنسي جارودي " العولمة نظام يمكن الأقوياء من فرض ديكتاتوريات اللاانسانية التي تسمح بافتراس المستضعفين بذريعة التبادل الحر وحرية السوق"[4]. ويضيف مؤلفا كتاب فخ العولمة "أن العولمة هي إيصال البشرية إلى نمط واحد في التغيير والأكل والملبس والعادات والتقاليد"[5]. ويقول حسن حنفي " العولمة لصالح الأخر على حساب الأنا، وقوة الأخر في مقابل ضعف الأنا وتوحيد الأخر في مقابل تفتيت الأنا"[6]. فمن المغالطة اللغوية وصف العولمة أنها عالمية، لأنها تتضمن ممارسات جوهرها اختراق الإنسان وتفكيره وللذهنيات وتراكيبها وللمجتمعات وإنسانياتها وللدول وكياناتها وللجغرافيا ومجالاتها وللاقتصاديات وحركاتها وللثقافات وهوياتها والإعلاميات ومدياتها. ومع ذلك أقر مجمع اللغة العربية جواز استعمال العولمة بمعنى جعل الشيء عالميا. وبما أن أصل كلمة العولمة ليس عربيا فقد تعددت الاجتهادات في ترجمة الكلمة الانجليزية Globalization إلى خمسة كلمات وهي: العولمة، الكوننة، الكونية، الكوكبة والشوملة.

ويصعب من الناحية الاصطلاحية ضبط تعريف شامل للعولمة إذ أنها عملية مستمرة في الزمان تكشف بين الفينة والأخرى عن وجه جديد من وجوهها وارتباطها بكذا من مجال، حيث يصف James Rosano أنها "العلاقة بين مستويات متعددة لتحليل الاقتصاد والسياسة والثقافة والأيدلوجيا، وتتضمن: إعادة الإنتاج،

---

[1]- سورة البقرة، الآية 256.
[2]- سورة الممتحنة، الآية 08.
[3]- سورة الحجرات،الآية 13.
[4]- قارودي،العولمة المزعومة:الواقع والجذور والبدائل، تعريب: محمد السبيطلي،(عمان: دار الشوكاني للنشر والتوزيع ودار صفاء،1998)،17.
[5]- بيتر مارتن وهوفمان شومان، فخ العولمة - اعتداء على الديمقراطية -، ترجمة: عدنان عباس علي، سلسلة عالم المعرفة، العدد238،(الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والأدب،1998)،55.
[6]- جلال العظم وحسن حنفي، ماالعولمة، (القاهرة: مركز الدراسات الإستراتيجية،2000)، 19.

وتداخل الصناعات عبر الحدود وانتشار أسواق التمويل، وتماثل السلع الاستهلاكية لمختلف الدول نتيجة الصراع بين المجموعات المهاجرة والمجموعات المقيمة"[1].

يقول عنها Wolfgang Reinick أنها "ظاهرة التكامل في الجوانب الهيكلية والإستراتيجية للشركات التي أصبحت أنشطتها التحويلية والتقنية والتسويقية تخترق الحدود الكونية بهدف تعزيز تنافسيتها الدولية"[2]. في حين يرى أستاذ علم الاجتماع البريطاني "أنتوني جيدنز" العولمة أنها "تنمية العلاقات الاجتماعية والاقتصادية بامتداد العالم، وتمديدها على نطاق عالمي"[3]. وربما يكون تعريف "رونالد روبرتسون" أقدم تعريف للعولمة حيث يقول "العولمة هي اتجاه تاريخي نحو انكماش العالم وزيادة وعي الأفراد والمجتمعات بهذا الانكماش"[4]. وبالفعل تسارعت حركة انكماش العالم في العقد الأخير من القرن العشرين بمعدلات مذهلة بفعل التطورات العلمية والمعلوماتية كما يقول عالم الانثروبولوجيا الهندي "ارجون ابادوراي" أن العولمة الاسم لثورة صناعية جديدة تقودها تكنولوجيات جديدة قوية في الإعلام والاتصالات ".

من التعاريف السابقة يمكن القول أن العولمة هي ظاهرة ذات تأثيرات متداخلة ومتغيرة، نشأت وتطورت نتيجة للنمو المطرد للعلاقات الدولية في جميع مجالات الحياة اليومية، تشتمل على حركة الأفكار والأموال والتقنية ومفاهيم الحرية والوعي بضرورة الحفاظ على البيئة وحركة العمالة وغيرها من المكونات النافعة لجميع الاقتصاديات، وتخفي في جوفها طغيان المد الفكري والثقافي للدول الفاعلة والمؤثرة ما انعكس على بقية العالم شعوبا وحكومات من النواحي الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية.

لقد مرت العولمة بمحطات عدة، من حضارة الفراعنة إلى اليونانية إلى الرومانية إلى الفارسية إلى الإمبراطوريات الحديثة فزوال المنظومة الاشتراكية إلى حرب الخليج الثانية إلى أحداث 11 سبتمبر 2001. وكانت العولمة دوما تسعى لفرض منطق السيطرة والتبعية، لكن في كل مرحلة كانت تستخدم ما هو متاح ومناسب من أدوات واليات. فبعد أن اعتمدت الولايات المتحدة الأمريكية الأداة الاقتصادية الإطار التوجيهي للعولمة خلال حقبة التسعينات فان التوجه الأمريكي بعد أحداث سبتمبر ارتكز على الأداة العسكرية كوسيلة لا تقل أهمية عن الاقتصاد والسياسة. وفي هذا السياق، يترتب خطأ من يتصور أن العولمة هي أمركة، فالأمركة أيدلوجيا تهدف إلى قولبة العالم وفقا للنمط الأمريكي للحياة على نهج ما صرح به الرئيس الأسبق بوش الأب حين قال" ليس ثمة أي نظام تنمية ازدهرت فيه الفضيلة بهذا القدر من الكمال والدقة كما في نظامنا، كما أصبحنا النظام الأكثر مساواة في التاريخ. يتوجب علينا نشر الديمقراطية واقتصاد السوق في العالم لأن ذلك

1- نعيمة شومان، العولمة بين النظم التكنولوجية الحديثة، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1998)، 40.
2- بدرية البشر، وقع العولمة على مجتمعات الخليج العربي، (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2008)،64.
3 - Giddens Anthony, Sociology, thirst edition ,(Cambridge: Polity press,2000),727.
4- صالح وهبي، قضايا عالمية معاصرة، (دمشق: مكتبة الأسد، 2001)، 250.

يعكس القيم العليا التي هي أمريكية وعالمية في آن واحد"[1]. بينما تعبّر العولمة عن مجموعة من المتغيرات السياسية والفكرية والعلمية والاقتصادية والثقافية التي ساهمت في زيادة الترابط بين شعوب العالم، وهي تعكس مرحلة من تطور الآلة إلى أقصى مستوى مع امتزاجها بالتقنيات والمهارات، فمن استطاع أن يحوز ويطور الآلة والفكر والمهارة استجمعت لديه أسباب التمكين والقوة بشكل يسمح له بتوجيه العولمة بما يخدم مصالحه القومية. ومن ثم أصبحت العولمة أداة في يد الولايات المتحدة الأمريكية، فيما يعرف بـ" أمركة العولمة"، لتعميق أسلوب وأنماط الاستهلاك الأمريكي ونشر القيم الأمريكية في العالم. فمثلا، قفز استخدام اللغة الانجليزية في العالم من 67% سنة 1978 إلى 81% في كافة فروع المعرفة وميادينها في تسعينيات القرن الماضي كنتيجة طبيعية لمستوى الإنفاق التي تبذله أمريكا على البحث العلمي والذي بلغ 2,7% من حجم الناتج الداخلي الخام سنة 2007 مقابل 0,3% للدول العربية مجتمعة. كما بلغت مبيعات الولايات المتحدة إلى أوروبا من منتجاتها الثقافية ما يعادل 3.7 مليار دولار سنة 1998، في حين بلغت مشتريات الولايات المتحدة الأمريكية من كل دول أوروبا ما قيمته 288 مليون دولار في ذات السنة*. كما أقدمت الولايات المتحدة الأمريكية على منع الكثير من القنوات العربية من البث في أجوائها حماية لثقافتها والمحافظة على هوية مواطنيها عملا بقول الكاتب الأمريكي "هنتنجتون" في كتابه "من نحن" حيث ينصح بالاهتمام باللغة الانجليزية والمسيحية ومواجهة الغزو الثقافي أيا كان نوعه[2].

ويتأسس على ما سبق، أن نجاح العولمة أو فشلها اقتصاديا في بلد ما إنما يعتمد على السياسات الوطنية لهذا البلد وعلى الرؤية المستقبلية الواضحة التي يهدف إليها، إذ أن المشكلة ليست في العولمة في حد ذاتها وإنما تتلخص المشكلة في كيفية التعامل مع العولمة وإدارتها. ويستشهد الاقتصادي "جوزيف ستغلتز" بذلك في مقالة نشرها في صحيفة "أمريكان بروسبكت" سنة 2002، والتي كانت سببا في طرده من عمله كمستشار للبنك الدولي، يقول فيها" إن الدول النامية التي دخلت معترك العولمة بناءا على سياسات صندوق النقد الدولي واجهت مصاعب اقتصادية كبيرة مقابل انتفاع مجموعة صغيرة من مزاياها. أما الدول التي دخلت العولمة بناءا

---

[1]- كاظم جاسم العيساوي، العولمة وانعكاساتها على عملية التنمية في الدول النامية، المؤتمر الدولي الأول حول العولمة وأبعادها الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، آب 2000، 524.

* استشعرت بعض الدول خطورة التهديد الثقافي الأمريكي على هويتها كفرنسا، التي أصدرت قوانين تحظر نشر مواد أمريكية مأخوذة من الأقمار الصناعية عبر حدودها أو إلى بيوت مواطنيها. وما أقدم عليه الرئيس الفرنسي السابق" فرانسوا ميتران" حين حذر من تفشي ظاهرة لبس بنطلون الجينز بين الشباب الفرنسي لأنه مظهر من مظاهر الغزو الأمريكي، وما قام به الرئيس الفرنسي السابق "شيراك" حين أصدر قرارا يعارض فيه بشدة فتح مطاعم ماكدونالد في برج إيفل الذي يعتبره تراثا يخص الفرنسيين فقط. كما حجبت الحكومة الفرنسية أي مساعدات مالية ومادية عن جميع التظاهرات الثقافية الفرنسية التي لا تجعل اللغة الفرنسية لغة أعمالها. بل وابعد من ذلك، فقد ألحت فرنسا على ألا ينتخب على رأس الأمانة العامة لهيئة الأمم المتحدة بعد ولاية بطرس غالي من لا يتقن اللغة الفرنسية وقد تم لها ما تريد في شخص كوفي عنان.

[2]- صالح وهبي، قضايا عالمية معاصرة: عرض وتحليل لأهم المشكلات العالمية المعاصرة،(دمشق: مكتبة الأسد،2001)،265. السيد ولد أباه، عالم ما بعد 11 سبتمبر: الإشكاليات الفكرية والإستراتيجية،(بيروت: الدار العربية للعلوم،2004)،15. عبد الوهاب ألمسيري وفتحي التريكي، الحداثة وما بعد الحداثة،(دمشق: دار الفكر،2003)،166-170.

على سياسات وطنية وقومية حافظت على استقلالها وتماسكها وانتفعت من مزايا العولمة مثل بعض دول آسيا كماليزيا.

المطلب الثاني: العولمة الاقتصادية

الفرع الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية

إن المتتبع لجملة التعاريف والتوصيفات التي نعت العولمة يلحظ أن البعد الاقتصادي لها يستحوذ على النصيب الأكبر في أدبيات الكتاب الغربيين لقوة تأثيره على الدول والمجتمعات وارتباط الكثير من المجالات به.

والعولمة الاقتصادية كما يعرفها الباحث "Ricardo Petrila" هي مجموعة العوامل التي تجعل عددا كبيرا من السلع والخدمات تصمم وتتطور وتنتج وتوزع وتستهلك وتقيم على مستوى عالمي دون أن يكون للدول التي تدور هذه العمليات في نطاقها قيمة في حد ذاتها، فهي في الأساس عولمة السوق التي حولت كل حاجيات الإنسان المادية والمعنوية إلى سلع تباع وتشترى على المستوى العالمي[1]. فالعولمة وفق هذا التعريف تعني صياغة جديدة لمنظومة إدارة الأعمال الاقتصادية المندمجة كليا على الصعيد العالمي مع الشركات المتعددة الجنسيات التي أضحت تمثل جزءا مهما من الإنتاج العالمي، مظهرا جديدا تجسد القطيعة مع المراحل السابقة للاقتصاد الدولي القائمة على العلاقات الاقتصادية بين الدول والأمم.

ويعرف البنك الدولي العولمة الاقتصادية أنها "التكامل المتنامي للاقتصاديات والمجتمعات حول العالم"، في إشارة إلى أنها العملية التي تهدف إلى توحيد أجزاء الاقتصاد العالمي وإلغاء الحواجز التي تحول دون الحرية الكاملة لتدفق عناصره ومبادلاته وحركة عوامل الإنتاج، سواء كانت رأس مال أو عمل أو تكنولوجيا أو غير ذلك، كما ذهب إلى ذلك صبري عادل في تعريفه للعولمة الاقتصادية حيث يقول أنها" تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي بحيث تزداد نسبة المشاركة في التبادل الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية لهؤلاء من حيث المستوى والوزن في مجالات متعددة، من أهمها السلع والخدمات وعناصر الإنتاج ما يترتب على ذلك نمو عملية التبادل التجاري الدولي لتشكل نسبة مهمة من النشاط الاقتصادي الكلي، وتكوين أشكال جديدة للعلاقات الاقتصادية الدولية في الاقتصاد العالمي[2].

فالعولمة الاقتصادية إذن تعبر عن مبدأ حرية التجارة الدولية المقرونة بالتطور التكنولوجي، والتي تتضمن تدفق السلع والخدمات والانتقال الحر لرؤوس الأموال بين الأماكن دون عوائق وحواجز. غير أن الناظر في الواقع يرى في جزئيات هذه التعاريف خلاف ذلك، حيث القيود العديدة التي وضعتها الدول الأوروبية مؤخرا على هجرة العمالة إليها من الدول النامية، وما قامت به الولايات المتحدة حين خالفت قواعد منظمة التجارة العالمية

---

[1]- رشيد أبو ثور، العولمة وتداعياتها الاقتصادية والثقافية والتربوية، مجلة الرائد، العدد 270، فيفري 2010، 02.

[2]- صبري عادل إبراهيم، العولمة الاقتصادية:الفوائد والمحاذير، كتاب الأهرام، العدد 227،(القاهرة: مؤسسة الأهرام، 2006)،11.

فيما يتعلق بالحماية غير القانونية التي فرضتها للصلب الأمريكي في مواجهة الصلب الأرخص المستورد من البلاد الأخرى، ورفضها لشركة موانئ دبي من إدارة موانئها، واعتراضها كذلك على محاولة شراء شركات صينية وهندية لأصول بعض الشركات الأمريكية كما حصل في حالة رغبة شركة "هاير" الصينية شراء شركة "مايتاغ" الأمريكية في السنوات الأخيرة[1].

وعلى ذكر ما سبق، يمكن القول أن العولمة الاقتصادية هي تيار فكري اقتصادي اجتماعي يعبر عن مرحلة متقدمة من مراحل تطور النظام الاقتصادي الرأسمالي، يعمل باتجاه تفكيك الأشياء والنظم كي يتسنى له تحريك العالم إلى سوق كبير تتم فيه كل أنواع المعاملات التجارية والمالية تحت مسمى قانون العرض والطلب خدمة لمصالح الدول المتقدمة، وبهدف التمكين لهوية سوقية سلعية عالمية والعمل على تسويقها وتصميمها في إطار نظام السوق عبر تحرير الأسواق الدولية وفتح الحدود الجمركية وإنشاء مناطق التبادل الحر. وبهذا المعنى تختلف العولمة عن الدولية، أو ما يعرف بعملية التدويل، إذ تشير الدولية إلى التبادل بين الدول الوطنية عبر الحدود حيث أن نشاط مالكي رؤوس الأموال من تجار وصناعيين كان محدودا بحدود الدولة القومية التي ينتمون إليها، أما خارج تلك الحدود فكانت الدولة نفسها تتولى نيابة عنهم التعامل التجاري مع الخارج. أما العولمة فتشير إلى التبادلات التي تنتقل عبر الحدود أو القفز على حدود الداخل والخارج من خلال نشاط الشركات المتعدية الجنسيات والمؤسسات المالية الكبيرة.

الفرع الثاني: محاور العولمة الاقتصادية

قد يتبادر إلى ذهن الكثير من الناس طرح السؤال التالي: العولمة الاقتصادية في كل مكان، في الصحف والمجلات، في البرامج التلفزيونية والوثائقيات، في الجامعات والندوات، على ألسن الساسة والعامة... فما هي مؤشراتها؟ وكيف يستدل عليها في الواقع؟

تحمل العولمة الاقتصادية في طياتها مجموعة من المظاهر والمحاور والسمات التي تدل على حقيقتها ووجودها، يمكن تجلية أهمها في النقاط التالية:

أولا- نمو التجارة الدولية

إن مراجعة السياق التاريخي لنشأة العولمة تبين أن التجارة التي نشأت بين المجتمعات والدول كانت من أهم القوى الدافعة للعولمة، وأصبحت مظهرا من أهم مظاهرها، خاصة بعد الثورة الصناعية التي أعطت دفعة قوية لتطور المبادلات التجارية حيث تضاعفت التجارة العالمية 460 مرة في الفترة 1720-1971 وبمعدل نمو يقدر بـ 2,7% سنويا*. وتجلت عملية تسارع العولمة الاقتصادية في السنوات الأخيرة باطراد نمو التجارة العالمية،

---

[1]- نوزاد عبد الرحمن الهيتي، التنمية العربية في عالم متغير، أوراق الجزيرة، عدد 11،(الدوحة: مركز الجزيرة للدراسات،2009)، 07.

* يعزي الاتجاه المتنامي في معدل التجارة العالمية إلى الاكتشافات غير المسبوقة التي حدثت في مجالات النقل والمواصلات وتقنية المعلومات والتي سمحت بخفض قدر مهم من تكاليف عمليات التبادل التجاري، فمثلا انخفضت تكلفة النقل الجوي مابين 1930 و1960 بمقدار 80%، وانخفضت تكلفة الاتصالات بأكثر من 98% في نفس الفترة. إضافة إلى المفاوضات المكثفة التي هدفت إلى تحسين البيئة العالمية للتجارة ما نتج

حيث شهدت التجارة العالمية نموا بلغ خمسة أضعاف قيمتها الحقيقية سنة 1980، كما زادت حصتها في إجمالي الناتج العالمي من 36% سنة 1980 إلى 51% سنة 2006[1]. وارتفعت وتيرة نمو التجارة العالمية بمعدلات تزيد عن معدلات نمو الإنتاج العالمي، حيث سجل معدل نمو الاقتصاد العالمي في المتوسط 3,1% في الفترة 1980-1990، و2,2% في الفترة 1990-1995 و3% في الفترة 2000-2008، بينما ارتفع معدل نمو التجارة العالمية في المتوسط 5,3%، 6,8% و5% على التوالي لنفس الفترات السابقة. ويوضح الشكل التالي مدى النمو المضطرد للتجارة العالمية من خلال نمو الصادرات العالمية مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد العالمي.

الشكل رقم 05: معدل نمو الصادرات العالمية مقارنة بمعدل نمو الناتج الداخلي الخام العالمي للفترة 1960-2008



Source : Organisation mondial du commerce, Statistiques du commerce international, (Genève : Publication du OMC, 2009),01.

وما يميز مرحلة العولمة الاقتصادية الراهنة أنها لم تحقق لها ذلك القدر من التنافس العالمي وتحقيق مبدأ تكافؤ الفرص أمام السلع والخدمات في مختلف الدول، وهذا ما تترجمه نسبة مساهمة الدول النامية التي لا تتعدى 17% من إجمالي التجارة العالمية مقابل استئثار الدول المتقدمة على ما نسبته 82% من إجمالي التجارة العالمية[2]. هذا الوضع مرده إلى السياسات غير العادلة التي تنتهجها الدول المتقدمة في حق منتجات الدول النامية كرفع نسبة التعريفة الجمركية ودعم الصناعات الموجهة للتصدير، فمثلا يقدر قيمة الدعم الزراعي في دول

عنها انخفاض مستمر للتعريفة الجمركية مابين 1976 و1994، واتجاه تصاعدي نحو إزالة العقبات غير الجمركية أمام التجارة الدولية، وتسارع وتيرة التكامل التجاري في العقد الأخير من القرن الماضي كاندماج دول أوروبا الشرقية في النظام التجاري العالمي.

1- نفس المرجع السابق،07.

2- سمير محمود ناصر، جماعات الضغط الاقتصادية الدولية وآثارها السلبية على التطور الاقتصادي،(دمشق: دار الفرقد للطباعة والنشر والتوزيع،2005)،53-54.

منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بنحو 406 مليار دولار. إضافة إلى تبدد أمال الدول النامية المصدرة للمنتجات النسيجية حيث روج أنه سوف تحقق دخلا مع التحرير التدريجي لتجارتها العالمية يصل إلى 300 مليار دولار، لكن بعد مرور خمسة سنوات من اتفاقية الاورجواي لم يتجاوز معدل النمو في حصتها 4,5% وهو ذاته المعدل قبل اتفاقية الاورجواي، في حين ارتفعت صادرات الدول التي مارست قيودا على تجارة المنسوجات بـ 9%[1].

ومن ثم يستلزم على الدول النامية إنشاء تجارة، وليس تحريرها، عن طريق التوجه إلى استغلال مواردها وتنويع هياكلها الإنتاجية بشكل يسمح لها المشاركة في التجارة العالمية والتقليل من تبعيتها للدول المتقدمة التي عادة ما تستخدم طرقا غير أخلاقية للتأثير على الأسعار في السوق الدولية. ومثال ذلك ما تقوم به الولايات المتحدة الأمريكية من اجل المحافظة على أسعار الحبوب عند مستويات قياسية، باعتبارها اكبر مصدر للحبوب في العالم بنسبة تصل إلى 50% من إجمالي صادرات الحبوب في العالم، من خلال تحديد كميات الإنتاج ودفع تعويضات كبيرة للمزارعين من أجل الامتناع عن زراعة الحبوب. ورغم ذلك، فان إحصائيات التجارة العالمية في السنوات الأخيرة تبين تراجع اعتماد دول العالم على الولايات المتحدة الأمريكية كمحرك للاقتصاد حيث برزت اقتصاديات ناشئة قوية كالهند والصين وتركيا تنافس الولايات المتحدة الأمريكية في الصرح التجاري، فكان معدل نمو الصادرات السلعية في الفترة 2000- 2008 لكل من: الصين حوالي 20,5%، الهند حوالي 12,5% والولايات المتحدة الأمريكية حوالي3,5%[2].

ثانيا- التأثير في هجرة العمالة الدولية

تعتبر الهجرة الدولية أحد أهم الملامح الأساسية في التطورات التي يعرفها العالم اليوم، وأحد أبرز قضاياه الشائكة نظرا لتعدد مجالات تأثيرها خاصة مع التزايد المطرد في أعداد المهاجرين عبر العالم، فتقديرات الأمم المتحدة تشير إلى أن هناك مالا يقل عن 215 مليون مهاجر في العالم سنة 2010[3] بعدما كان عددهم 198 مليون سنة 2005، أي بنسبة نمو تعادل 1,8% سنويا. وهذا العدد مرشح للارتفاع نظرا لوجود بيئة طاردة تشجع على الهجرة خاصة التزايد الحاد للفوارق في الدخل بين الدول والأقاليم، ففي سنة 1995 كان أجر ساعة عمل بالصناعة التحويلية في ألمانيا 30 دولار في حين بلغ في كل من الصين والهند 30 سنت، وفي اندونيسيا 28 سنت وفي ماليزيا 2 دولار. وبلغ الفرق بين معدل الدخل الإفريقي والأمريكي قبل عشرين سنة 1 إلى 22، أما الآن فأصبح 1 إلى 70[4].

---

[1]- المرجع السابق،55.

[2] - Organisation mondial du commerce, op.cit,07.

[3]- اللجنة التوجيهية الدولية للتصديق لحماية حقوق المهاجرين، الاتفاقية الدولية لحماية حقوق جميع العمال المهاجرين وأفراد أسرهم، تاريخ الإطلاع 20.02.2011، www.migrantsrights.org، ديسمبر 2009.

[4]- سمير بودينار، تأثيرات الهجرة غير القانونية من إفريقيا على دول العبور، ندوة الهجرة العربية الإفريقية إلى الخارج: مشكلات وحلول،(القاهرة: جامعة الدول العربية، 2008)،02.

وبالرغم من الشعارات التي ترفعها العولمة المنادية بحرية انتقال عناصر الإنتاج، إلا أن القيود التي تضعها الدول المتقدمة أمام العمالة مازالت موجودة*، بل إن الرقابة على الهجرة هي أشد ما تكون عليه في المرحلة الحالية مقارنة بالفترات السابقة، حيث بلغت نسبة المهاجرين قبل سنة 1914 ما يقارب 10%من إجمالي سكان العالم بينما لا تتعدى هذه النسبة اليوم 3%. ومن ثم أصبحت الحدود تفتح وتغلق تماشيا مع قرارات وسيادة الدول ومصالحها، وبهذا المفهوم تتضمن العولمة الراهنة فتح الحدود أمام تدفق السلع والخدمات والشركات متعدية الجنسيات ورأس المال الأجنبي المقترن بالدول المتقدمة، وليس بالضرورة تدفق العمالة والمهاجرين القادمين من الدول النامية. فالولايات المتحدة الأمريكية تنفق الكثير للحد من الهجرة القادمة من المكسيك حيث تضع الأسلاك الشائكة والدوريات المستمرة للحد من الهجرة عبر حدودها الجنوبية. ومن هذا المنطلق تحرم الدول النامية من مزايا هجرة أو تدفق مواطنيها عبر الحدود، من أهمها العوائد التي يحولها المهاجرون لذويهم في بلدانهم الأصلية، فقد قدرت هذه التحويلات 325 مليار دولار سنة 2010 وهو ما يعكس أهميتها للدول المصدرة للعمالة. وتتوقع "الانكتاد" ارتفاع في قيمة تحويلات المهاجرين لتصل إلى 374 مليار دولار سنة 2012 بعد أن تأثرت هذه التحويلات بشكل واضح بالأزمة المالية العالمية التي اندلعت سنة 2008 وما ترتب عليها من تبعات تمثلت أبرزها في ارتفاع معدلات البطالة.

ثالثا- ظهور نظام الإنتاج المتكامل على المستوى الدولي

بالرغم من أن قيام الشركات متعدية الجنسيات بالاستثمار في الخارج ليست بظاهرة حديثة، إلا أن توسعها في الاستثمار الأجنبي المباشر في السنوات الأخيرة اقترن بظهور الإنتاج المتكامل الدولي بعدما كان الأسلوب التقليدي لصناعة سلعة ما هو تجميع خاماتها وصناعة كافة أجزائها في دولة أو مكان معين. ففي ظل نظام الإنتاج المتكامل أصبح إنتاج السلعة الواحدة يتوزع على مجموعة من المناطق والدول محكوما ذلك بالتكلفة وجودة الأداء، ومن هذا المنطلق فان الدول التي تتمتع بوفرة نسبية في العمل غير الماهر لا تتخصص في إنتاج السلع كثيفة العمل وإنما تتخصص في إنتاج الأجزاء كثيفة العمل، وهذا ما سماها الاقتصادي " فؤاد مرسي " بتقسيم العمل داخل السلعة الواحدة[1]. ومثال ذلك ما تقوم به شركة "ليفي" للجينز حيث أنها تشتري القماش القطني من شمال كارولينا، ويتم شحنه إلى فرنسا حيث يتم صنعه في شكل أقمشة الجينز، ويغسل بعد ذلك في غسالات في بلجيكا ويتم تسويقه أخيرا في ألمانيا، وهذا ما عبر عنه الاقتصادي "ميلتون فريدمان" وهو يصف المنظومة الإنتاجية العالمية بقوله" أصبح من الممكن الآن إنتاج أي منتج في أي مكان، باستخدام موارد في

---

* سياسة الهجرة التي تنتهجها دول الشمال هي سياسة ماكرة تخدم مصالحها فقط، فهي تسمح فقط للمهاجرين ذوي الكفاءات العالية من دخول أراضيها، حيث تستقطب أوروبا حوالي 34% من إجمالي المهاجرين في العالم، مقابل 23% في أمريكا الشمالية، و28% في دول آسيا. وفي كل سنة يهاجر حوالي 100.000 من خيرة علماء المنطقة العربية باتجاه دول الشمال. ويشكل الأطباء العرب العاملون في بريطانيا نحو 34% من إجمالي الأطباء. هذا الوضع أدي إلى بروز حركة موازية للهجرة الشرعية تعاني من ويلاتها دول الشمال.

[1]- فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها،سلسلة عالم المعرفة، العدد 147،(الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب،1990)،103.

أي مكان، من قبل شركة تقع في أي مكان، لكي تباع في أي مكان"[1]. ويتم هذا كله من خلال قيام شركات متعددة الجنسيات بفتح فروع لها في دول مختلفة بحيث يقوم كل فرع بإنتاج جزء معين على نطاق واسع ثم تتم التجارة في هذه الأجزاء بين الدول المختلفة. وبهذه الطريقة يحدث تكامل بين التجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر، وهو ما يطلق علية بعولمة الإنتاج حيث لا تكاد توجد سلعة يتم تصنيع أجزائها في دولة واحدة.

ونشير إلى أن العمليات الصناعية البسيطة تتركز في الدول النامية ذات التصنيع المنخفض، أما العمليات الصناعية المركبة التي تحتاج لمستوى تكنولوجي راقي وعمالة ماهرة فتتركز في الدول المتقدمة. واستطاعت الشركات متعددة الجنسيات الهيمنة على السوق بنوعية منتجاتها وخدماتها، وبضخامة رأس مالها، وباندماجاتها التي أدخلت العالم فيما يسمى بعصر "الديناصورات الإنتاجية"، وروجت لفكرة "نهاية الجغرافيا" التي تعني اختراق هذه الشركات لحدود الدول والتدخل في شؤونها. وقد شهد العالم في الفترة الأخيرة اندماجات ضخمة بين شركات عملاقة بلغت قيمتها 798 مليار دولار سنة 1999، و3 تريليون دولار سنة 2006. ومن بين هذه الاندماجات*: اندماج شركة "مرسيدس" مع شركة "وكرايزلر"، واندماج شركة "اكسون" مع شركة "موبيل"، واندماج شركة "ATT" مع شركة "بريتش تلكوم".ناهيك عن التحالفات والاندماجات الضخمة التي شهدها القطاع المصرفي كاندماج بنكي " Citi group" و " Travelers group".

رابعا- تطور الإطار المؤسسي للعلاقات الدولية

لقد أدت الأحداث والمتغيرات الاقتصادية والسياسية التي عرفها العالم منذ منتصف القرن الماضي إلى ميلاد مجموعة من الهياكل والمؤسسات الاقتصادية المهيمنة عالميا والساعية لفرض النموذج الرأسمالي الغربي مستخدمة مجموعة من الآليات والأدوات في كنف الليبرالية الجديدة. ففي الوقت الذي ازدادت فيه ثقة الدول النامية باقتصادياتها والذي تجلى في دعوتها لإقامة نظام اقتصادي دولي جديد، اغتنم الليبراليون الجدد الذين اعتلوا سدة الحكم في كبرى الدول المتقدمة والمؤسسات المالية الدولية أزمة الديون العالمية التي شهدتها الدول النامية سنة 1982 كفرصة لإعادة الدول النامية إلى المسار الصحيح- من وجهة نظرهم-.

لقد طرأ تحول هائل على مهمة المؤسسات المالية الدولية بفعل تسييسها، فحينما أنشأت هذه المؤسسات وفقا لاتفاقية بروتون وودز في سنة 1944 كانت مهمتها الأساسية هي منع حدوث أي صراعات مستقبلية من خلال توفير الاقتراض بهدف الإنشاء والتعمير، ومن خلال العمل على تخفيف حدة المشكلات الطارئة التي

---

[1]- جان أرت شولت، التجارة والموارد المالية الدولية، ترجمة: مركز الخليج للأبحاث، في: عولمة السياسة العالمية، إعداد: جان بيليتس، (الإمارات: مركز الخليج للأبحاث، 2005)، 894.

* ذكر تقرير شال الاقتصادي، أن في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها حدثت 3385 عملية شراء واندماج خلال النصف الأول من سنة 2002، وفي بريطانيا نحو 1150 عملية اندماج، وفي ألمانيا نحو 538 عملية، وفي فرنسا نحو 504 عملية، وفي الصين نحو 425 عملية، وفي كوريا الجنوبية نحو 82 عملية، وفي البرازيل 81 عملية، وفي المكسيك نحو 42 عملية. وإجمالا فان عمليات الشراء والاندماج بلغت في النصف الأول من سنة 2002 حوالي 11887 عملية بقيمة إجمالي تقدر ب645 مليار دولار.

تصيب موازين المدفوعات للدول الأعضاء من دون أن يكون لهذه المؤسسات ممارسة أي سلطات على القرارات والسياسات الاقتصادية للحكومات الأعضاء، بينما أصبحت مهامها- بداية من فترة السبعينات- تتلخص في توجيه اقتصاديات الدول النامية من خلال فرض شروط قاسية ومجحفة الهادفة لتغيير سياساتها كي تتبنى إحدى صور الليبرالية الجديدة مقابل الحصول على معونات ثنائية من حكومات الدول المتقدمة والقروض المشروطة من طرف مؤسسات التمويل الدولية.

ورغم أن بعض الدراسات قد أوضحت أن البرامج المالية للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي ساعدت الكثير من الدول على تخطي الاضطرابات المالية والنقدية من خلال التحسن في المؤشرات المالية والنقدية الكلية وتحقيق المزيد من حرية التجارة وزيادة الاستثمار الأجنبي المباشر كحالة المكسيك وروسيا، إلا أنه قد تمخض عنها انخفاض شديد في الاستثمار الخاص نتيجة انخفاض في الاستثمار الحكومي في مجال البنية الأساسية. ناهيك عن المظاهر الاجتماعية السيئة التي نجمت عن هذه البرامج من انتشار الفقر وتقليص حجم العمالة في المؤسسات، وارتفاع أسعار المواد والسلع وتدني قيمة التحويلات الاجتماعية ما أدى إلى تشنج العلاقة بين الشعوب وحكامها وتغير النمط الاجتماعي للأفراد نحو سلوكيات معينة ترفضها الأعراف والعادات لتلك الدول. وما حدث في الإكوادور لخير دليل على الأجندة السوداء الخفية التي تنتهجها المؤسسات المالية الدولية، ففي نوفمبر سنة 2000 بدأت الحكومة الإكوادورية، في إطار برنامج اقتصادي حاكه صندوق النقد الدولي، إلى رفع سعر الغاز الطهي بنسبة 80%، وتم شطب أكثر من 120 ألف وظيفة وتخفيض أجور العمال بنسبة 50%، ما أدخل البلاد في دوامة عنف لم تشهدها من قبل[1].

واكتمل بناء هيكل الثالوث الاقتصادي العالمي بإنشاء منظمة التجارة العالمية كأداة اعتماد جولة الاوروغواي للجات سنة 1945 بمراكش، والتي تعتبر من أهم العوامل التي ساعدت على زيادة وتيرة العولمة في مرحلتها الثالثة والتي تعنى بتنظيم وتيسير التجارة الدولية. في مقابل ذلك، ظهرت مؤسسات تنظيمية غير حكومية ذات طابع محلي وعالمي، ربما ساقها القدر لمواجهة غطرسة تيار العولمة الجارف، والتي تهدف إلى معالجة القضايا الاجتماعية والتعامل معها وتقديم الخدمات التنموية الاقتصادية والاجتماعية في ظل تراجع الخدمات العامة التي تقدمها الحكومات، وتنظم وتشرف على المظاهرات المناوئة لمؤسسات التمويل الدولية. إنها مؤسسات المجتمع المدني التي ارتفع عددها من 6000 منظمة سنة 1990 إلى 26000 منظمة سنة 1999، وارتفعت مساهمتها الإنمائية للدول النامية إلى 12 مليار دولار أمريكي سنة 2003[2].

[1]- غريغ بالاست، أفضل ديمقراطية يستطيع المال شراءها، ترجمة: مركز التعريب والترجمة،(بيروت: الدار العربية للعلوم،2004)، 51.
[2]- نوزاد عبد الرحمن الهيتي، مرجع سبق ذكره،11-12.

خامسا- تدفقات رؤوس الأموال الدولية

لقد سمح الإطار الفكري الذي ينظر للعولمة لرؤوس الأموال حرية الحركة والانتقال بين الدول عن طريق عمليات الإقراض والاقتراض والاستثمار في المشروعات وفي الأسواق المالية، واتسعت هذه الحركة بشكل كبير نتيجة لإلغاء القيود وتطور وسائل الاتصال وانخفاض كلفتها ما ساهم بدرجة كبيرة في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فمثلا ارتفع حجم تدفقات رؤوس الأموال المتجهة للدول النامية من 28 مليار دولار سنة 1970 إلى 360 مليار دولار سنة 1997، أي أنها تضاعفت 13 مرة خلال أقل من 30 سنة. غير أن اللافت للنظر هو انخفاض في قيمة التدفقات الرسمية من إعانات ومساعدات إلى النصف في مقابل ارتفاع حجم التدفقات غير الرسمية. وأن تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية في مرحلة العولمة الحديثة لم تصل إلى نفس مستوى الذي بلغته في مرحلة العولمة الأولى، ففي حين بلغت نسبة مخزون رأس المال الأجنبي بالدول النامية 22% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1998، فانه كان يمثل 32% سنة 1914[1].

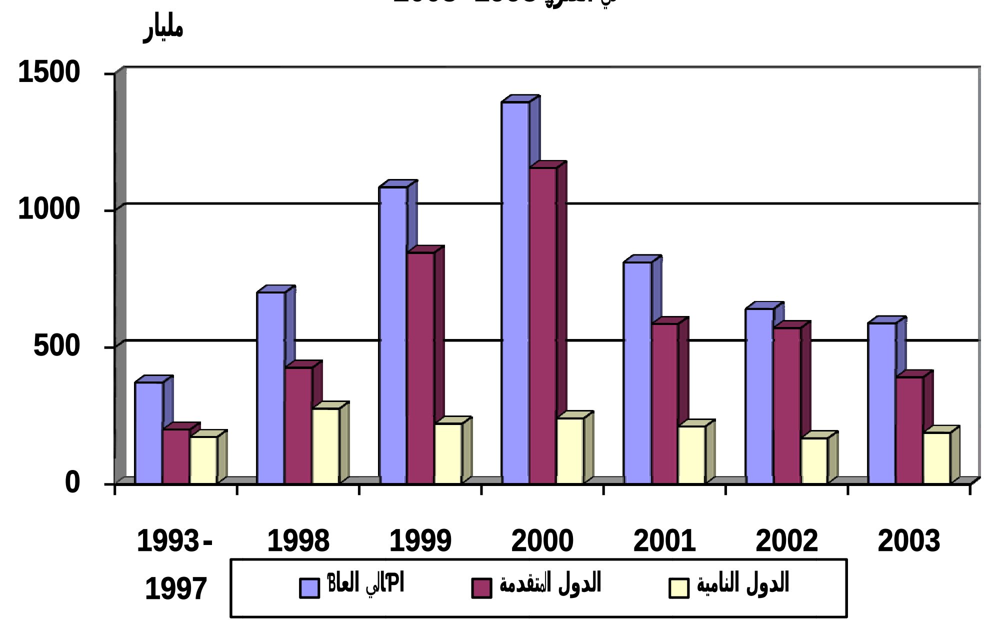
وتشير الإحصائيات أن قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر تضاعفت ثلاثة مرات خلال الفترة 1988-1998 على المستوى الدولي حيث ارتفع من 192 مليار دولار إلى 610 مليار دولار بعدما بلغ 14 مليار دولار فقط سنة 1914 و22 مليار دولار سنة 1960[2]. وتتدفق النسبة الأكبر من هذه الاستثمارات من الدول المتقدمة وتتجه إلى الدول المتقدمة، ففي سنة 2007 بلغت قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر 1997 مليار دولار بلغت حصة الدول المتقدمة منها حوالي 1692 مليار دولار بنسبة تقارب 85%، بينما بلغت حصة الدول النامية 253 مليار دولار، أي ما نسبته 12.5%، وحصة دول الاقتصاديات المتحولة قدرت بـ 51 مليار دولار بنسبة تعادل 2.6%. وهذا ما يعني أن الدول النامية تتلقى نصيبا زهيدا من هذه الاستثمارات والتي تتركز في عدد محدود من الدول النامية المسماة بالاقتصاديات الصاعدة كالصين، والهند، والمكسيك، والأرجنتين، وهونج كونج والبرازيل.

---

[1]- عبد القادر محمد وآخرون، قضايا اقتصادية معاصرة، ocr-hotmail@.com، 19.

[2]- جان أرت شولت، مرجع سبق ذكره، 903.

الشكل رقم 06: تطور نصيب كل من الدول النامية والمتقدمة من الإجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الفترة 1993-2003



المصدر: حسين الدين الاسرج، الاستثمار الأجنبي المباشر وسياسات الدول العربية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 83، (الكويت: بنك الكويت الصناعي، 2005)، 17.

المطلب الثالث: العولمة المالية

تبوأت الأسواق المالية والمؤسسات المالية مكانة هامة في مكونات النظام المالي العالمي في خضم التطورات التكنولوجية المتسارعة التي سمحت بنقل المعلومات المالية والأموال بين الأسواق المالية في لمح البصر ما قد يترك أثارا بليغة على الكثير من المستويات والقطاعات. هذا التحول الذي تمر به الأسواق والمؤسسات المالية والنظام المالي العالمي جسد العولمة المالية.

الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية

إن سيرورة الاقتصاد العالمي تبين أن العولمة المالية اتجهت وتتجه في سياق تطورها إلى الهيمنة على العولمة الاقتصادية، إذ أنه يوميا يتم مبادلة ما يناهز عن 1700 مليار دولار أمريكي في أسواق الصرف وهو يمثل قيمة تجارة عالمية لسنة واحدة. فما هي العولمة المالية؟

يعرف الاقتصادي "إيهان كوزي" العولمة المالية أنها" التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود"[1]. ويصفها مصطفى الدسوقي أنها" السوق المالية للمنتجات المالية المتعامل بها في المدن المالية عبر العالم على مدار أربعة وعشرين ساعة يوميا"[2].كما يعرفها هنري بورقينا "Henri Bourguinat " أنها "تفاعل قوانين وتنظيمات الأسواق

---

[1]- إيهان كوزي واسوار براساد، العولمة المالية، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد الأول،(واشنطون: صندوق النقد الدولي،2007)،09.

[2]- مصطفى دسوقي كسبة، المستقبل الاقتصادي للعالم الإسلامي في ظل العولمة، أبحاث المؤتمر الخامس عشر للمجلس الأعلى للشؤون الإسلامية حول مستقبل الأمة الإسلامية،(القاهرة: المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية،2003)، 357.

المالية للدول الوطنية مع تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال إزالة عقبات وموانع انسيابها بين الحدود"[1]. أما عبد الحميد عبد المطلب فيعرف العولمة المالية أنها "النتاج الأساسي لعمليات التحرر المالي والتحول إلى الاندماج المالي الذي يؤدي إلى التكامل والارتباط بين الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الخارجية من خلال عدة عمليات، من أهمها إلغاء القيود على حركة وتدفق رؤوس الأموال من وإلى الدول مما يسهل عملية انتقالها وتحركها نحو أسواق المال الدولية"[2]. فالعولمة المالية تعني بكل بساطة إزاحة القيود أمام حركة رؤوس الأموال كهدف نهائي تسبقه مجموعة من الترتيبات والمتمثلة في تحرير أمثل للقطاع المالي.

أثارت العولمة المالية جدلا كبيرا بين الأكاديميين بشأن منافعها وتكاليفها، إذ يعتبر بعض الاقتصاديين من أمثال "ستانلي فيشر" و"لورانس سومرز" أن الانفتاح المتزايد أمام تدفقات رؤوس الأموال ضروري بالنسبة للبلدان التي تسعى للارتقاء من مستوى البلدان ذات الدخل المنخفض إلى مستوى البلدان ذات الدخل المتوسط،كما يترتب على التحرير المالي النهوض وتنمية القطاع المالي المحلي ويفرض الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية ويولد مكاسب في الكفاءة بين الشركات المحلية من خلال منافستها للشركات الأجنبية ويطرح حوكمة أفضل للحكومات والشركات ما ينعكس إيجابا على إنتاجية عوامل الإنتاج. والأدلة الواقعية، كما يرى مناصرو التحرير المالي، تشهد أن البلدان النامية التي شاركت في العولمة المالية سجلت في المتوسط نتائج نمو أفضل من تلك الدول التي لم تشارك في ذلك كما هو الحال لعديد من الدول الآسيوية والتي شهدت معدلات نمو غير مسبوقة بفعل تحرير أسواقها المالية. إلا أن علاقة الانفتاح المالي بالنمو تبقى موضع شك وريبة في ظل ما يشده العالم من أزمات مالية واقتصادية متتالية في زمن العولمة، فالبلدان الأكثر انفتاحا أمام التدفقات المالية شهدت أزمات متواترة أعلى منها في البلدان الأقل انفتاحا. وتبقي الأزمة المالية التي ضربت دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 خير شاهد على ذلك، إذ نتجت هذه الأزمة عن الخروج الحر لرؤوس الأموال ما أدى إلى انخفاض عمدي في قيمة عملاتها وتسبب هذا بدوره في فقدان المشاريع الأجنبية لقيمتها فانهارت السوق ما أدى إلى العجز في تسديد القروض والحرمان من التمويل المصرفي للعمليات التجارية، وانتهى الأمر بإشهار حالات إفلاس عديدة وانهيار للنظام المصرفي[3]. في هذا الصدد يقول أحد الاقتصاديين" إن كان هناك مزيج من الأضرار والمنافع للاستثمار المباشر، فان الاستثمار في المحافظة يكون ضرره أكثر من نفعه، فهو يشبه أسراب الجراد التي تحط على الحقول الخضراء فلا تتركها إلا صعيدا.

إن العولمة المالية بقالبها الحالي في حقيقتها ليست مجرد فتح المجال لانسياب رؤوس الأموال وفتح الأسواق المالية لاستيعاب ما لم تستطع إليه سبيلا بقية الأسواق، إنما أضحت العولمة المالية مرحلة تفرض منطق ليبرالية

[1] - Henri Bourguinat, Finance international,(Paris: publication universitaire française,1999),97.

[2]- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، (الإسكندرية: الدار الجامعية،2001)،33.

[3]- محضير بن محمد، العولمة والواقع الجديد، المجلد السادس، (القاهرة:دار الكتاب المصري- بيروت: دار الكتاب اللبناني- كوالالامبور: دار الفكر، 2004)، 12.

المال بإخلاء موانع ترحاله وتجواله عبر مناطق العالم ليس لهاثا عن دعم وتدعيم الاقتصاد الحقيقي أو السلعي الذي يوفر حاجات البشرية من سلع وخدمات: توصيل الماء والكهرباء حلم سكان دول القرن الإفريقي، أو توفير الدواء لحوالي 2 مليون من سكان دولة تنزانيا التي تحصي تقريبا 150 ألف حالة وفاة سنويا بسبب مرض فقدان المناعة، وليس لأن المال ضاق على القطاع الحقيقي بما رحب، بل سعيا وراء الأرباح السريعة من قبل شبكات مالية متمرسة من رجال أعمال ومصارف عالمية في الأسواق المالية للدول الصاعدة والنامية التي أضحت ثرواتها المالية، بعد ثرواتها المادية، محل استغلال من خلال تمكين وتفعيل آليات التغلغل في هذه الاقتصاديات. فالعولمة المالية بقدر ما تكشف من تدفقات هائلة لرؤوس الأموال بقدر ما تخفي من نهب وسلب وكسح لما سماه البعض "الربح حيثما كان وبأي وسيلة كانت".

إن المشهد المالي العالمي يكشف عن تحولات بنيوية عميقة في النظام الاقتصادي العالمي، وكشفت الأحداث الاقتصادية والمالية النقاب عن حقيقة العولمة المالية التي أفضت إلى مجموعة من الحقائق، منها:

- حولت العولمة المالية، من خلال التحرر المالي غير المنضبط، رأس المال من النشاط الإنتاجي إلى سوق للمضاربات التي تعتبر الطريق الأسهل لاستنزاف الثروات مما أدى إلى تمركز راس المال لدى الأقوى من حيث القوة المالية.
- أفضت العولمة المالية إلى ظهور التكتلات المالية العالمية المسيطرة على مصادر التمويل وتوجيهها وتوظيفها على الوجه الذي يخدم مصالح الدول الكبرى دونما اعتبار لموضوع التنمية، وهذا ما يدل عليه تبعية الدول النامية للدول المتقدمة فيما يتعلق بالمديونية الخارجية التي تحولت إلى أدوات مالية تتداولها البنوك والمؤسسات المالية الكبرى كأوراق ضغط تمارسها هذه المؤسسات، ما أدى إلى نوع من حالة عدم استقرار الدول المدينة اقتصاديا وسياسيا واجتماعيا*.
- عكست العولمة في ثوبها المالي غلبة الثروة المالية، حيث أن التغير في العلاقات الاقتصادية الدولية لم تعد حبيسة التحول العيني في ظروف الإنتاج، وأساليب ووسائل المواصلات والاتصالات وتبادل وتسرب المعلومات، بل التغير تعدى ذلك ليشمل أيضا التغير في العلاقات المالية ووسائلها وأدواتها من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى. ونتج عن غلبة الثورة المالية الممزوجة بالثورة الجديدة في تكنولوجيا الاتصال ثورة مقابلة أخري هي "ثورة الثروة" التي أصبحت تتنقل عبر شاشات الحواسيب الالكترونية متخطية الحدود نازعة بذلك ثوب الصفة والهوية الوطنية في إطار ما يعرف ب"الكوكب المالي" أو"المولنة".

* تفوق حجم الديون الحالية المستحقة على كثير من الدول النامية المدينة في نهاية العشرينيات من القرن الماضي بكثير حجم الديون المسجلة في بدايته حيث ابتلعت خدمات الدين ثلث عوائد صادراتها. فإثيوبيا التي تعتبر من أفقر دول العالم تدفع 1.2 مليون دولار كل أسبوع لسادة البنوك كفوائد على 10 مليار دولار قيمة ديونها.

- ومن تجليات العولمة المالية فقدان السياسة النقدية المحلية للدول فاعليتها في معالجة الاختلالات الاقتصادية ورفع عنها مواءمتها للظروف المحلية، بل أصبحت السياسات النقدية تستجيب للمتغيرات الخارجية خاصة معدلات الفائدة الدولية حيث أن رؤوس الأموال الدولية أصبحت تتحرك عند ادني إشارة يمكن إرسالها من القرارات السياسية والاقتصادية.

لكن هل شهد العالم من قبل ظاهرة العولمة المالية؟ وان كانت الإجابة بنعم، فما الذي يميزها عن العولمة المالية اليوم؟

الفرع الثاني: العولمة المالية بين الأمس واليوم

إن المتتبع لتطور الفكر الاقتصادي والسياسات الاقتصادية بصفة عامة يلاحظ أن للعولمة المالية جذورا ضاربة في التاريخ، حيث عرف العالم خلال الفترة 1880-1914 تدفقا هائلا للسلع ورؤوس الأموال دون فرض أي قيود على حركتهما في ظل قاعدة الجنيه الاسترليني الذهبي (وفق هذا النظام كان الجنيه مثبت بقيمة معينة من الذهب) والذي سهل عمليات المدفوعات عبر الحدود، فبلغ مثلا صافي خروج رؤوس الأموال من انجلترا في المتوسط 5% من إجمالي ناتجها الوطني، وانسابت رؤوس أموال ضخمة من دول أوروبا الغربية إلى البلدان النامية والتي كانت معظمها تتحرك في شكل سندات لتمويل الهياكل القاعدية إضافة إلى القروض الحكومية الطويلة الأمد[1] (بمعنى أن هذه التدفقات كانت تمثل توظيفات طويلة الأجل). وفي ذلك الوقت شارك عدد قليل من الدول والقطاعات في العولمة المالية، حيث كانت تدفقات رأس المال تميل إلى إتباع حركة الهجرة وموجهة بشكل تام نحو دعم تدفقات التجارة والاستثمار في البنية التحتية للدول النامية. ومثلت الحرب العالمية الأولى الضربة الأولى إلى هذه الموجة من العولمة المالية التي أعقبتها فترة من عدم الاستقرار والأزمات التي أدت في النهاية إلى الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية حيث بلغت تدفقات رؤوس الأموال الصافية من بريطانيا حدود 1% من ناتجها المحلي. وبعد هذه الأحداث أدارت الحكومات ظهرها للعولمة المالية وفرضت ضوابط لاستعادة استقلالية السياسة النقدية في ظل سيادة منظومة الأفكار الكينزية، ومعها عرفت تدفقات رؤوس الأموال حالة اكتئاب حيث وصلت إلى مستويات متدنية خلال الفترة 1950-1960، بالرغم من وجود هامش تتحرك فيه التدفقات المالية خاصة مع ازدياد الاتجاه نحو تكثيف الطابع الدولي للنشاط الاقتصادي من خلال تشجيع التجارة الدولية وما تتطلبه من فتح مدارج الأسواق والمؤسسات المالية لتوفير تمويل واسع لنمو التجارة ما أدى إلى ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية الخاصة والعامة من 50 ألف مليون دولار سنة 1945 إلى أكثر من 300 ألف مليون دولار سنة 1972[2].

---

[1]- سنغ كقالجيت، عولمة المال، ترجمة: رياض حسن،(الجزائر: المؤسسة الوطنية للنشر والإشهار،2001)،25-26.
[2]- فؤاد مرسي، مرجع سبق ذكره، 130.

وشهد النظام المالي الدولي حقبة جديدة ابتداءا من سنة 1970 نتيجة تتابع مجموعة من الأحداث بداية بالصدمة النفطية الأولى سنة 1973، وارتفاع وتيرة حركة رأس المال الدولي من خلال التنقل في سوق اليورودولار، والأزمة التي ضربت الاقتصاد العالمي والتي جمعت بين الارتفاع المستمر في الأسعار مع اتساع في دائرة البطالة وازدياد في حجم الطاقة الإنتاجية المعطلة (وهي ماعرفت بأزمة الكساد التضخمي مابين سنتي 1974و1975 حيث انخفض معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة إلى 0,2% بعدما اجتاز في المتوسط 4% في الفترة 1950-1960 و5% في الفترة 1960-1973). ومن ثم كان أمام الدول الصناعية أن تفاضل بين السياسات التي تحد من التضخم وما ينجر عنها من زيادة البطالة والطاقة المادية المعطلة، أم تلك السياسات التي تخفض من مستويات البطالة. ولم تصل هذه الدول إلى قرار حاسم إلا مع بداية الثمانينات حين مالت إلى تفضيل السعي لاستقرار الأسعار عن طريق الحد من الضغوط التضخمية، الأمر الذي أطلق العنان لاتساع دائرة البطالة وزاد من حدة تفسخ النظام النقدي العالمي من خلال هيمنة النشاط التصديري والمنافسة على المستوى الدولي وما نتج عنه من تقلبات هامة في أسعار صرف العملات، الأمر الذي دفع برأس المال إلى الاتجاه نحو التوظيف في مجال النشاط المالي في سوقي الصرف والأوراق المالية خاصة في نشاط المضاربة، ليبدأ اتجاه عام يسود الاقتصاد الدولي مؤداه ارتفاع معدل التوسع في التوظيف المالي طالما أن معدل نمو الاستثمار في مجال النشاط العيني في تباطؤ[1]، حيث انخفض معدل العائد الصافي لرأس المال الموظف في القطاع الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية من 23,3% في الفترة 1950- 1970 إلى 14,5% في الفترة 1970- 1993، وانخفض هذا المعدل في دول السبعة الكبار من 26% إلى 15% في نفس الفترة السابقة وهذا ما عجل بمحاولات راس المال إلى إزالة كل القيود والعوائق التي تعطل حركته بحثا عن الربح وزيادة عائداته في المدى القصير[2]. وكانت بداية هذه الحقبة بإلغاء الولايات المتحدة الأمريكية من جانب واحد اتفاقية "بروتن وودز" حين أقدم الرئيس الأمريكي "نيكسون" في 15 أوت 1971 بوضع حد للنظام النقدي العالمي(الذي رسمت معالمه في بروتون وودز عقب الحرب العالمية الثانية* والقائم على نظام أسعار الصرف الثابتة والذي لم يتيح مجالا واسعا لانتقال رؤوس الأموال من بلد لأخر) بفك الارتباط بين الدولار والذهب. ونتيجة لهذه الأوضاع والترتيبات فتح الباب على مصراعيه أمام تحركات الأموال عبر الحدود في شكل استثمارات المحفظة، وتم تقليص المراقبة على المشاركة في الأسواق المالية للبلدان، فنتج عن كل هذا اجتماع مؤسسات مالية من أنحاء العالم في مدن عالمية محدودة مثل

---

[1]- محمد دويدار، العولمة الاقتصادية- مقولة علمية أم مقولة أيدلوجيه -، في تحديات للهيمنة الأمريكية، إشراف: محمد أمين العالم، سلسلة كتاب قضايا فكرية، (القاهرة: قضايا فكرية للنشر والتوزيع،2004)،21-22.

[2]- أديب ديمتري، دكتاتورية رأس المال،(دمشق: دار المدى للثقافة والنشر،2002)، 285.

* نشير أنه بعد الحرب العالمية الثانية ظهر أسلوبين لنظام التمويل الدولي في ظل وجود ندرة وشح في السيولة الدولية. الأسلوب الأول يتمثل في نظام التمويل الثنائي أين تبوأت الولايات المتحدة الأمريكية مركز الدائنية حين قامت بتمويل مشاريع حلفائها الأوروبيين والأسيويين المعرضين للخطر الشيوعي (خطة مارشال، خطة ترومان، المساعدات الهائلة لكوريا الجنوبية وتايوان). ومن البلدان الاستعمارية الصناعية نحو مستعمراتها السابقة التي حصلت على استقلالها. ويتمثل الأسلوب الثاني في نظام التمويل متعدد الأطراف والمسير من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

هونغ كونغ ونيويورك وطوكيو ولندن تتداول فيها مليارات الدولارات يوميا، وهذا ما يعكسه الارتفاع الكبير لمستويات الأعمال المصرفية والتعامل بالأوراق المالية عبر الحدود كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم 02: بعض المؤشرات المالية والنقدية لنتائج التحرر المالي عبر العالم سنة 1995(مليار دولار)

	مستوى سابق	مستوى 1995
التعاملات اليومية في أسواق الصرف الأجنبي	100(1997)	1.230
إيداعات بنكية لغير المقيمين	20 (1964)	7.876
قروض عبر الحدود	9 (1972)	372
سندات عبر الحدود	1 (1960)	461
تعامل بالأسهم عبر الحدود	10 (1980)	120
الأرقام اليومية للعقود الثانوية	صغيرة قبل 80	1.162

المصدر: جان أرت شولت، مرجع سبق ذكره، 900.

وتختلف الموجة الأخيرة من تدفقات رأس المال عن تلك التي سادت في الفترة 1976-1982 من ثلاثة وجوه:

أولا: من حيث الحجم، حيث بلغت تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاديات الناشئة خلال الفترة 1990-1997 ذروتها حين سجلت 340 مليار دولار، ثم انخفضت بشكل حاد في السنوات التالية نتيجة الأزمات التي عرفتها دول جنوب شرق آسيا وروسيا، ومنذ ذلك الحين استعادت تدفقات رأس المال وتيرتها حيث بلغت 412 مليار دولار سنة 2004. كما ارتفعت قيمة الاستثمارات المالية في العالم من 5 مليار دولار سنة 1990 إلى حوالي 92 مليار دولار سنة 1997[1]، وزادت مجموع الأصول المالية المتخطية للحدود إلى أكثر من الضعف، حيث زادت من 58% من إجمالي الناتج المحلي العالمي سنة 1990 إلى 131% سنة 2004.

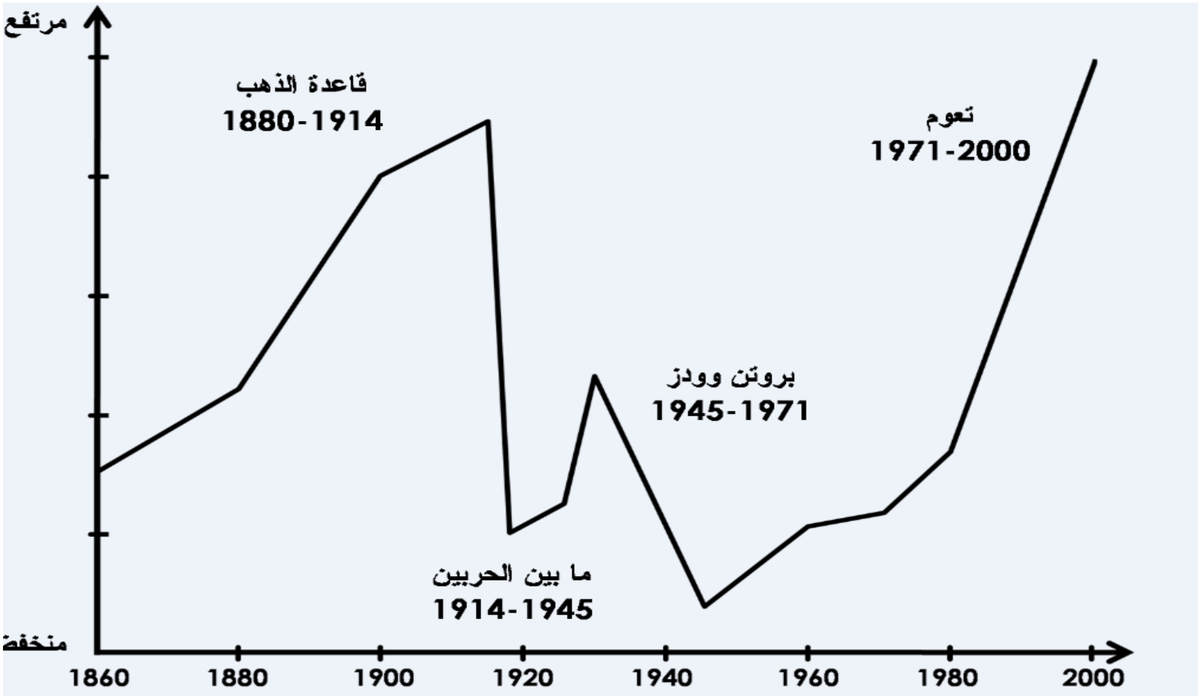
ثانيا: من حيث تركيبة رأس المال، حيث انخفضت التدفقات الرسمية إلى النصف في البلدان النامية وأضحت تدفقات رأس المال الخاص مصدرا رئيسيا لرأس المال للعديد من الدول النامية حيث ارتفع الاستثمار الأجنبي المباشر منذ أوائل سنة 1995 وكانت عمليات الاندماج والاستحواذ أهم مصدر هذه الزيادة، وخاصة تلك الناتجة عن خصخصة الشركات المملوكة للدولة.

ثالثا: من حيث السرعة، حيث نجم عن إزالة القيود عن تحركات رؤوس الأموال والتطور التكنولوجي رؤوس أموال عنيفة في تحركاتها لا تكاد تقبع في سوق واحدة ولمدة طويلة، وهي ما يطلق عليها بالأموال الساخنة. ففي سنة 1996 تم توظيف ما قيمته 70 مليار دولار في كل من اندونيسيا، وماليزيا، والفيليبين، وكوريا

[1]- صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الاقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي، (القاهرة: دار النهضة العربية،2003)،22-23.

الجنوبية وتايلاند وبعدها بقليل تم خروج أموال بقيمة أكثر من 100 مليار دولار من هذه الأسواق في السداسي الثاني من سنة 1997.

الشكل رقم 07: كثافة تدفقات رؤوس الأموال في العالم في الفترة 1860- 2000



الفرع الثالث: القوى الدافعة نحو العولمة المالية

حدثت تحولات عميقة خلال ثلاثة العقود الماضية من القرن الماضي على صعيد البيئة المالية الدولية أفرزت ما يسمى بالعولمة المالية، من أهم هذه التحولات :

أولا- رفع أو تخفيف القيود على تدفقات رؤوس الأموال

وهذا ما يطلق عليه تسمية التحرر المالي– Déréglementation Monétaire- أو عملية تفكيك التنظيمات، وهي تعني إزاحة الضوابط والقوانين التي تحد من حرية حركة رؤوس الأموال والأسواق المالية[1].

وبدأت مجموعة من الدول الصناعية بداية من عقد الثمانينات من القرن الماضي (الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982، بريطانيا سنة 1880، فرنسا سنة 1984، اليابان سنة 1979، كندا سنة 1980 وألمانيا سنة 1984)، بتبني عمليات التحرير المالي من خلال: إزالة القيود على سعري الفائدة والصرف، تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني المطلوب من البنوك، خصخصة بنوك القطاع العام، السماح بمنافسة البنوك الأجنبية للبنوك المحلية، وتسهيل وتشجيع التدفقات الرأسمالية الداخلة للبلد. بينما باشرت الدول النامية إصلاحات اقتصادية

1- عبد المنعم سيد على، مستقبل النظام الرأسمالي في ظل الأزمات المالية والعولمة المالية، المؤتمر العلمي العاشر حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة،(بيروت: الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية،2009)،03.

واسعة في سنوات متأخرة من القرن الماضي في محاولة منها لتخفيف التدخل الحكومي المباشر في النشاط الاقتصادي، حيث لازم النشاط المالي لهذه الدول سياسة الكبت المالي التي كانت تقوم على تدخل الحكومات في القرارات المتعلقة بتخصيص الأموال وتوجيهها نحو قطاعات مستهدفة مسبقا دون النظر إلى اعتبارات العائد أو المخاطر التي تتحملها المؤسسات المالية، وهذا ما أدى إلى انخفاض مدخرات القطاع الخاص وتجفيف مصادر التراكم الرأسمالي.

وقد أدت عمليات التحرير المالي إلى زيادة حركة تحرير الأسواق لتشمل عددا من الاقتصاديات النامية وخاصة خلال الفترة 1985- 1995، حيث بدت هذه الزيادة ملحوظة في عدد من الأسواق الناشئة كالأرجنتين وكوريا الجنوبية وجنوب إفريقيا التي أخذت ترسي نظما أكثر تحررا لجذب الأموال الأجنبية لأغراض الاستثمار والتمويل في ظل التزام هذه الأسواق بمبادئ الشفافية والإفصاح عن المعلومات. وقد نجم عن هذه التدفقات تحول كبير في نمط التمويل الدولي حيث برزت أهمية التمويل المباشر- أو ما يطلق على تسميتها اللاوساطة المالية- وما ساهم به في نقل أو توزيع مخاطر الأصول المالية في أسواق الأوراق المالية. ويوضح الجدول الارتفاع الذي عرفته صافي التدفقات الرأسمالية لعدد من الأقاليم خلال الفترة 1997-2009.

الجدول رقم 03: **صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة في الاقتصاديات الصاعدة والنامية في الفترة 1997-2007 (مليار دولار)**

	متوسط 1997-1999	2000	2001	2003	2004	2005	2006	2007
الاقتصاديات الصاعدة والنامية	118,9	71,6	75,5	162,5	236,5	248,7	223	632,8
إفريقيا	7,6	-3,1	2,3	3,9	13,1	26,3	36	39,6
آسيا الصاعدة	1,3	6,3	23,5	64,2	147,8	90,9	48,3	163
أوربا الشرقية والوسطى	32,4	38,6	11,1	53,6	74,3	119,2	119,9	173,9

المصدر: قاعدة بيانات البنك الدولي.

ثانيا- تنامي الرأسمالية المالية

لقد ارتبط مفهوم العولمة المالية بالتحولات الكبيرة التي شهدتها الرأسمالية المعاصرة والتي تتخذ من الليبرالية الجديدة دستورا لها*. وفلسفة الليبرالية الجديدة (التي أرست قواعدها منذ تولي "ريغان" و"تاتشر" سدة الحكم

* تقوم الليبرالية على مرتكزات عدة، أهمها: الدعوة المتطرفة إلى الحرية الاقتصادية، إنكار دور الدولة في ضبط آليات السوق وحركة النظام الرأسمالي والتخفيف من شروره الاجتماعية، هيمنتها على المنظمات المالية الدولية وتعاملها مع الدول النامية من منطلق التكيف وضرورته مع السوق الرأسمالي المعولم، ترك آليات السوق تعمل طليقة، التقشف في النفقات العامة وخوصصة كل ما هو عام وتحرير المبادلات التجارية. لمزيد من التفصيل، أنظر: توفيق المديني، التوتاليتارية الليبرالية الجديدة والحرب على الإرهاب، (دمشق: اتحاد كتاب العرب،2003)،06-10.

في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا بداية من ثمانينات القرن الماضي) كما يراها "مارتن" و"شومان" تقوم على المقولة التالية "ما يفرزه السوق هو صالح، وأما تدخل الدولة فهو طالح"[1]. ففي خضم هذه الليبرالية الجديدة جنح العالم إلى نوع جديد من الرأسمالية تختلف عن الرأسماليات السابقة من حيث حركتها ومضمونها، من رأسمالية الإنتاج والتصدير وتراكم الثروات لمعاودة الإنتاج إلى رأسمالية المال الذي يصنع المال من لا شيء والقائمة على المضاربات المالية وبيع الوهم واستغلال معرفة دواليب المؤسسات المالية ورصد رؤوس الأموال حيث لم تعد هناك فوائد من وراء إنتاج السلع والخدمات بل أن المضاربة وأرباحها الفلكية أجدى وأكسب في السوق المالي، يتفرخ منها بكثرة أصحاب الملايين والمليارديرات في الوقت الذي تتهاوى فيه دخول الأفراد، فلا يهم أن تضرب البطالة بجناحها مليار شخص في العالم[2]. يصفها "إغناسيو رامونيه" في كتابه "الجغرافيا السياسية للفوضى" بقوله: "مرحلة تكشف أن سادة العالم الجدد ما عادوا يتمثلون برؤساء الدول والوزراء وزعماء الأحزاب السياسية وقادة التكتلات العالمانية، بل بمدراء شركات المتعددة الجنسيات وأرباب رأس المال المالي وكبار المضاربين في البورصات والأسواق المالية، حيث لم تعد الدول والحكومات تملي قراراتها على رجال الصناعة والمال، بل هؤلاء هم الذين يملون على السياسيين السياسة الواجب إتباعها"[3]. ويقول "ألان منيك" عن هذه الرأسمالية " إنها رأسمالية المساهمة التي يسطر عليها أصحاب رؤوس الأموال والأسهم والسندات"[4].

لكن كيف استطاعت الرأسمالية المالية من شق طريقها لتتربع على قمة الاقتصاد العالمي في وقت ليس بالكثير؟

لقد أخذت الرأسمالية المالية في الظهور مع انتقال الرأسمالية من أوضاع المنافسة إلى أوضاع الاحتكار أين ازداد نشاط المصارف ونسبة التمركز المالي فيها، وتوسعت في منح القروض والتسهيلات السخية لرجال الأعمال والصناعة الكبار التي آلت إليهم عملية الإشراف على مجموع العمليات الصناعية والتجارية في المجتمع ما أحدث نوعا من التزاوج بين المصارف والصناعة، بين رأس المال الصناعي وراس المال المالي. وتطورت هذه العلاقة لتفضي في النهاية إلى خضوع الرأسمالي الصناعي للمصرف وتدخل المصارف في توجيه المشروعات الصناعية والتجارية، ومن هنا برزت أهمية راس المال المالي في النشاط الاقتصادي اكتسبت من خلاله الرأسمالية المالية طابعا ريعيا طفيليا حيث صارت تعيش وتنمو على توظيف راس المال لا على استثماره، تعيش على ريع الأوراق المالية لا على ربح المشروعات الإنتاجية. وقد ساعدت جملة من العوامل، على فترات متعاقبة، في صعود الرأسمالية المالية يمكن تلخيصها في النقاط التالية[5] :

1- بيتر مارتن وهوفمان شومان، فخ العولمة - اعتداء على الديمقراطية -، ترجمة: عدنان عباس على، سلسلة عالم المعرفة، العدد238،(الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والأدب،1998)،38.

2- أديب ديمتري، مرجع سبق ذكره، 75-76.

3- توفيق المديني، مرجع سبق ذكره، 09.

4- ألان منيك، الرأسمالية المساهمة، ترجمة: رياض صوما،(بيروت: دار الفارابي،2001)،29.

5- فؤاد مرسي، مرجع سبق ذكره، 203-208

- سيطرة الدولار الأمريكي على التجارة والصناعة والمال في العالم الذي أصبح عملة دولية استطاعت الولايات المتحدة من خلاله جذب رأس المال الأوروبي لاستثماره في القاعدة الصناعية، إذ أن عملة الدولار استحوذت على 85% من قيمة التعاملات في سوق الصرف الأجنبي سنة 2010.
- ظهور المصارف الدولية التي دأبت على توفير التمويل الدولي خصوصا بعد استكشاف قدرتها على إدارة السيولة العالمية من خلال امتصاصها للفوائض المالية خاصة منها الفوائض النفطية وتدويرها إلى المراكز المالية العالمية، والتي تم استخدامها في مواجهة العجز في موازين مدفوعات البلدان الرأسمالية وإقراضها للدول النامية، حيث ارتفع حجم الإقراض الدولي من 12 مليار دولار سنة 1972 إلى 160 مليار دولار سنة 1980.
- زيادة أهمية رأس المال الدولي في عملية إعادة الإنتاج الدولي من خلال التركيز والتمركز للفائض الاقتصادي الدولي، وتوزيعه وإعادة توزيعه بتشكل الشركات الاحتكارية الكبرى والتي اعتمدت في تمويل مشاريعها عن طريق القروض المصرفية وليس عن طريق التمويل الذاتي باعتبار أن الفوائد على القروض غير خاضعة للضريبة ما يعني زيادة في حجم أرباح المشروع وفي مضاعفة أرباح رأس المال المالي أيضا.

ثالثا- تطور سوق اليورودولار

تعتبر سوق اليورودولار، التي أنشأت سنة 1958، من أهم العوامل التي أسهمت في دفع عملية العولمة المالية. وسوق اليورودولار عبارة عن شبكة اتصالات دولية تربط وتجمع البنوك والمراكز المالية حول العالم والتي تتخذ من الدولار عملة لتسوية المعاملات التجارية والمالية، وتتضمن هذه السوق المطالبات المقومة بالدولار في المصارف التجارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية. وترجع جاذبية سوق اليورودولار كونها سوق عالمية حرة لا تخضع لسيطرة أي دولة أو مجموعة من الدول، وزادت أهمية هذه السوق في توفير السيولة العالمية نتيجة تضافر مجموعة من العوامل، من أهمها:

- التوتر واللايقين الذين خيما على المنظومة الدولية عقب الحرب الباردة التي اندلعت بين المعسكرين الغربي بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية والشرقي بزعامة الإتحاد السوفييتي الشيء الذي دفع بالاتحاد السوفييتي وبدول أوروبا الشرقية إلى تحويل أرصدتها الدولارية من البنوك الأمريكية إلى بنوك أوروبا الغربية خوفا من مصادرتها أو المساومة عليها خاصة بعد الأزمة الكوبية*، وتفاديا لاختصاص المحاكم الأمريكية على ودائعها[1].

---

* تفاقمت أزمة الصواريخ الكوبية سنة 1959 عند اكتشاف الولايات المتحدة الأمريكية بوجود صواريخ سوفيتية في كوبا. فصعدت أمريكا من لهجتها وتهديدها على لسان الرئيس جون كينيدي بضرب كوبا، وقام بالفعل بفرض حصار بحري على كوبا. وحيال استفحال الأزمة عرض الاتحاد السوفييتي سحب صواريخه من كوبا في 27 أكتوبر 1962 مقابل تعهد أمريكي بعدم غزو كوبا. لمزيد من التفاصيل، أنظر: عبد اللطيف الهميم، إدارة الأزمة وقيادة الصراع في الموروث الإسلامي المعاصر، (عمان: دار عمار،2004)، 319.

[1]- مفلح محمد العقل، وجهات نظر مصرفية، الجزء الثاني، (عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع،2006)، 68.

- العجز المتزايد في ميزان رأس المال الأمريكي بداية من منتصف الستينات من القرن الماضي نتيجة خروج حجم كبير من رؤوس الأموال الأمريكية من السوق الأمريكية في ظل نمو حجم استثمارات الشركات الأمريكية في الخارج والخاصة في أوروبا الشيء الذي وفر الدافع الهيكلي لنمو هذه السوق.
- قيام السلطات النقدية الأمريكية في محاولة منها للحد من تفاقم عجز ميزان مدفوعاتها وتعزيز تغطية الذهب بالدولار في ظل نظام "بروتون وودز" بوضع بعض القيود التنظيمية على حركة التدفقات المالية داخل المنظومة المصرفية في المجتمع الأمريكي في فترة الستينيات والسبعينيات من القرن الماضي، منها ما يعرف بقاعدة Q والتي تحدد سقف معين لمعدلات الفائدة على الودائع البنكية طويلة الأجل، وعدم سماح السلطات النقدية بدفع فوائد على الودائع التي تقل مدة إيداعها عن 30 يوم. وكانت لهذه الإجراءات مساهمة كبيرة في تحويل الطلب على التمويل بالدولار من السوق الأمريكية إلى سوق اليورودولار[1].
- قيام معظم الدول الأوروبية بإلغاء القيود الرقابية والتنظيمية على المعاملات المالية، وجرأت البنوك الأجنبية العاملة في أوروبا إلى منح فوائد عالية على الودائع مقارنة بمثيلاتها في الولايات المتحدة الأمريكية لاستقطاب المدخرات في ظل ارتفاع حجم الاستثمارات والمشاريع وازدهار حركة التجارة العالمية وزيادة الاستثمارات الأمريكية في الخارج، الشيء الذي أوجد فارقا هاما في سعر الفوائد المدفوعة داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها وصلت حدود 0,25%. وهذا ما شجع البنوك الانجليزية على البحث على ودائع بالدولار لإعادة إقراضها للشركات الأمريكية.

وفي سياق الحديث عن مكانة سوق اليورودولار، برزت ظاهرة اقتصادية كان لها عظيم الأثر في اتساع سوق اليورودولار، وهي ما يسمى بالبترودولار، أو الفوائض المالية المتأتية من مبيعات النفط، حيث تراكمت هذه الفوائض لدى الدول المصدرة للنفط اثر ارتفاع أسعار النفط في أعقاب حرب أكتوبر 1973 من 3,5 دولار للبرميل إلى 10,5 دولار، كما عرف سعر البرميل قفزة أخرى عقب الثورة الإيرانية سنة 1979 حيث وصل إلى 30 دولار للبرميل، ليبلغ 35,5 دولار نتيجة قيام الحرب الإيرانية العراقية سنة 1980.

واستطاعت دول الخليج النفطية في الفترة الممتدة 1974-1981 أن تودع ما قيمته 360 مليار دولار أمريكي في البنوك الأوروبية والتي قامت بإعادة تدويرها في شكل قروض سيادية للحكومات إلى الدول النامية في آسيا وإفريقيا وبصفة خاصة لدول أمريكا الجنوبية[2]. والجدول التالي يبين ضخامة قيمة الإيداعات بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1970- 1973.

---

[1]- جاك أدار، عولمة الاقتصاد من التشكل إلى المشكلات، ترجمة: مطانيوس حبيب، (دمشق: دار طلاس للدارسات والترجمة والنشر،1998)، 116-117.

[2]- رضا هلال، لعبة البترودلار،(القاهرة: دار سينيا للنشر،1992)،29.

الجدول رقم 04:الإيداعات الخارجية بعملة الدولار في مصارف بعض الدول خلال الفترة 1970- 73

	1970	1971	1972	1973
بريطانيا	36,4	45,9	59,8	90,7
بلجيكا -لكسمبورج	6,8	10,5	14,8	24
فرنسا	9,2	13,9	19,2	27,2
ألمانيا	2,9	3,1	4	5,8
ايطاليا	9,4	12,4	18,8	24,1
هولندا	4	4,9	6,4	9,6
كندا	5,5	6,3	8,1	11,5
اليابان	5	6,6	7,5	12,8

source: Bank International of Stattment.

يتضح من خلال الجدول السابق أن سوق اليورودولار أسهمت بشكل كبير في إيجاد السيولة الدولية وفي إيجاد سوق مضاربية على الدولار الأمر الذي أدى إلى اتساع حجم الأموال في هذه السوق التي أخذت تتحرك بسرعة عالية وتدر أرباحا كبيرة. وهذا ما يفسر أن سوق اليورودولار التي قدرت مجمل موجوداتها ب 1600 مليار دولار في نهاية 1979، كانت تمثل بؤرة توتر وصراع يتجلى في حرب للعملات بين الدول الأوروبية، حيث كانت البنوك المركزية- خاصة البريطانية والايطالية- تقوم بمضاربات كبرى في سوق العملة الأوروبية محدثة بذلك تذبذبات هامة في معدل التبادل ما استدعي الأمر اتخاذ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية قرارا بتجنب عملية المضاربة في السوق سنة 1971 ومرة أخرى سنة 1979.

رابعا- ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي

ساهمت الثورة المعلوماتية في ربط وتكامل أسواق المال وعولمة النشاط المالي خلال النصف الثاني من سبعينيات وثمانينات القرن الماضي بشكل لم يتحقق للعولمة في جانبها المالي في مراحلها الأولي، وهنا يتجلى البعد الوقتي للعولمة المالية (Dimension temporelle) فالانشغال بالوقت في اتخاذ القرارات لم يعد يقتصر على المتعاملين في السوق المالي، بل وسع ذلك حتى صانعي السياسات الاقتصادية لانكماش الآجال الوقتي التي تتركها الأزمات المالية لسرعة انتشارها وما يتطلب ذلك من اتخاذ قرارات سريعة. وفي سياق أخر فقد تيسر الأمر لبلايين من الدولارات والعملات أن تعبر الحدود في ثوان معدودة وما يعقب ذلك من إحداث أفعال

متبادلة ومستدامة بين التقدم التكنولوجي والابتكارات من جهة، وبين الضغوط للاتجاه نحو المزيد من التحرير وإزالة الحواجز من جهة أخرى[1]. فمن ناحية يزيد التقدم التكنولوجي واستخدام الحاسبات الآلية من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال من خلال تمكين المستثمرين من الحصول على معلومات السوق بتكلفة زهيدة وفي الوقت الملائم ومتابعة حركة الأسعار في عشرات الأسواق المالية مما يؤدي إلى تذليل صعوبات قياس ورصد وإدارة المخاطر المالية وتسعير وتداول الصكوك المالية الجديدة المعقدة والتعامل مع سجلات الصفقات المنتشرة عبر المراكز المالية الدولية[2]. فعلى سبيل المثال تستحوذ المؤسسات المالية التي تستخدم تكنولوجيات عالية التقنية(والتي تقدر نسبتها 2% من إجمالي المتعاملين في السوق المالي الأمريكي)أكثر من 80% من سيولة ومعاملات سوق المال الأمريكي. ومن ناحية أخرى أدت ضغوط المنافسة المتزايدة في مجال الخدمات المالية إلى مزيد التقدم والإبداع في استخدام البرامج المعلوماتية لإتمام هذه المعاملات، وقد وسع هذا الإبداع صورا عدة تعلقت بالهياكل كالبنوك الالكترونية والبورصات الالكترونية وسماسرة الخط وشركات التوظيف الالكترونية، أو ما تعلق بالأدوات المالية كبطاقات الائتمان، والحسابات الالكترونية والمشتقات المالية.

خامسا- الإبداع في مجال الأعمال

يتجلى هذا الإبداع، الذي يعد بمثابة قاطرة العولمة المالية، في ظهور مؤسسات وكيانات مالية بلغت كثافتها وتشعبها وانتشارها مبلغا عظيما، وعظمتها تكمن في قدرتها الهائلة على حرية الحركة والمناورة واستطاعتها على تكوين سيولة بمنئى عن أي مراقبة. ويبين الجدول التالي مدى ضخامة أصول المؤسسات المالية في بعض الدول.

---

[1]- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58 ،(الكويت: بنك الكويت الصناعي،1999)،15-16.

[2]- جيرد هاوسلر، عولمة التمويل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد39، العدد1، (واشنطون: صندوق النقد الدولي،2002)،10.

الجدول رقم 05: الأصول المالية للمستثمرين المؤسسيين في بعض دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية
(% من الناتج الداخلي الخام)

	1992	1994	1996	1999	2000
استراليا	61,6	65,9	92,4	127,9	131,2
كندا	68,6	80,2	92,1	112,7	113
فرنسا	61,9	71,8	86,6	125,4	133,3
ألمانيا	34	41,3	50,6	76,7	79,7
ايطاليا	21,8	32,2	39	96,9	-
اليابان	78	81,6	89,3	100,5	-
كوريا الجنوبية	51,8	53,7	57,3	88,5	72,6
اسبانيا	21,9	32,3	44,3	65,4	62,1
بريطانيا	131,3	143,8	173,4	226,7	-
الولايات الأمريكية	127,2	135,9	162,9	207,3	195,2
البلاد المتقدمة	131,5	144,5	167,6	212,8	209,6

Source : José Antonio Ocampo & Juan Martin, Mondialisation et développement, (Santiago du chili : Publication des nations unies, 2005),86.

ومن أهم المؤسسات المالية التي برزت في السنوات الأخيرة صناديق التحوط البالغ عددها 10096 صندوق سنة 2007 بأصول تقارب 1868 مليار دولار بعدما كان عددها لا يتعدى 610 صندوق سنة 1990، و3873 صندوق سنة 2000[1]. وأصبحت المؤسسات المالية من أهم المساهمين في رؤوس أموال هذه الصناديق، حيث انخفض عدد المستثمرين الأثرياء المساهمين فيها من 61% سنة 2000 إلى 40% سنة 2007. من بين هذه الصناديق نجد "Fidelity Investments" والذي يبلغ حجم أموالها على مستوى العالم ما يزيد عن أربعة أمثال القيمة الرأسمالية للتداول في الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مجتمعة[2].

[1]- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، (عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، 2011)، 50- 51.

[2]- جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية: أزمة نظام لا أزمة سياسات، مجلة السياسة الدولية،العدد 175،(القاهرة: مؤسسة الأهرام، 2008)، 119.

وتكمن ميزة صناديق التحوط أنها تعتمد على إستراتيجية المضاربة في أسلوب عملها بالاستحواذ شبه الكامل على الشركات ثم بيعها بعد فترة وجيزة، وتخيم على محيط أعمالها السرية وأنها تخضع لقوانين خاصة تختلف عن تلك القوانين التي تضبط الصناديق العامة كإجراءات الدخول والخروج منها. وإضافة إلى ربحية هذه الكيانات، فإنها مركبة الأنشطة حيث أصبحت تميل إلى عدم التعيين تتحرك في جميع قطاعات الفعالية، من الأعمال المصرفية إلى نشاط التأمين إلى نشاط التداول في الأوراق المالية إلى نشاط إدارة المحافظ المالية إلى إدارة الخطوط الجوية. هذا التداخل في الأنشطة جعل من مراقبة ومتابعة نشاط هذه الكيانات والتحكم فيها شديدة التعقيد وبالغة الصعوبة، لدرجة أن نشاطها أصبح يتجاوز حدود الدولة الواحدة ويمتد إلى نطاق عالمي بفضل تحرير حركة رأس المال. وكان لتطور نشاط المؤسسات المالية بالغ الأثر على نشاط المصارف التجارية حيث تراجع نصيب البنوك التجارية في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% خلال الفترة 1980-1995، مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات غير المصرفية إلى نحو 42% سنة 1995[1] .

الجدول رقم 06: مقارنة نسبة الموجودات المصرفية من إجمالي الموجودات المالية في بعض الأقاليم بين سنتي 2001 و2007

	2001	2007
العالم	52,9	39,1
منطقة اليورو	64,1	51,5
الولايات المتحدة الأمريكية	40,7	18,2
اليابان	57,4	42,1
بريطانيا	64,5	60,6
البلدان الصاعدة	70,1	38,9

المصدر: حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، 362.

يمكن القول أن العوامل التي ساهمت في بروز العولمة المالية كانت تتحرك تحت مطية ثلاثة قواعد وعمليات أساسية، تتمثل الأولى في عملية إلغاء الضوابط والقيود على حركة رؤوس الأموال(**D**éréglementation). وتتمثل العملية الثانية في عملية اللاوساطة المالية (**D**ésintermédiation) والتي تعكس الوضعية التي تنتقل الأموال في إطارها من وحدات ذات الفائض المالي مباشرة إلى وحدات ذات العجز المالي دون المرور على البنوك التجارية، وبرزت هذه العملية في سياق التحولات التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ ثمانينات القرن الماضي أين تراجع دور البنوك نسبيا في النشاط الاقتصادي باحتلال راس المال الخاص

[1]- شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، (عمان: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع،2008)، 25.

أهمية كبرى في النشاط التمويلي خاصة مع ظهور مؤسسات مالية ذات قدرة عالية في تحريك الأرصدة واستقطاب أموال المدخرين لتوظيفها في المتاجرة بالأوراق المالية محققة عوائد مجزية ما زاد من إقبال الجمهور عليها كصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وشركات التأمين. فضلا عن ما سبق، ظهرت تقنية عززت الاتجاه نحو سوق راس المال وساهمت في التحول من اقتصاد الاستدانة المرتكز على القروض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، إنها تقنية التسنيد أو التوريق والتي تعني قيام المؤسسات المالية بتحويل جزء من الديون المستحقة على الغير إلى أوراق مالية يمكن تداولها في أسواق الأوراق المالية. وقد تطورت سوق التوريق بصفة هائلة متضمنة أرقاما فلكية منذ بداية الثمانينات حيث تشير الإحصائيات إلى أن سوق التوريق قد ناهزت قيمتها 500 مليار دولار سنة 1994 في الولايات المتحدة الأمريكية، وقدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الأوروبية في العام ذاته في أوروبا حوالي 487 مليار دولار[1].

أما العملية الثالثة فتسمى بعملية الانكسار أو الانفتاح (**D**écloisonnement) والتي تعني انفتاح أجزاء الأسواق المالية على بعضها البعض بالتخلص من القيود التنظيمية التي تحول دون الترابط بينها، أي ما بين سوق النقد وسوق رأس المال وسوق الصرف من خلال تسهيل انتقال الأموال بين الأسواق وفق ما تقتضيه تفضيلات المستثمرين، إضافة إلى السماح للمؤسسات المالية لتوسيع نشاطاتها المالية سواء أفقيا أو عموديا كتوسع البنك التجاري في أعمال السمسرة والاستشارة المالية وإدارة المحافظ الاستثمارية. إضافة إلى انفتاح السوق المالي المحلي على السوق المالي الدولي من خلال السماح للمستثمرين الأجانب من امتلاك الأوراق المالية للشركات المحلية، وفتح المجال لطرح الأوراق المالية للشركات الأجنبية في السوق المحلية وغيرها من الإجراءات[2].

المبحث الثاني: عولمة أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية

عرف المشهد المالي العالمي تحولات كبيرة خلال العقود القليلة الماضية مدفوعا برفع القيود التنظيمية والتحرير المالي وعولمة التمويل، ونما النظام المالي إلى حد كبير بعد سنة 1970 واشتد عوده ابتداءا من سنة 1990 حيث توسع نطاق الوساطة المالية المباشرة بوتيرة أسرع، فقدت ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود إلى أسواق الأسهم والسندات من 2,8% من الناتج الداخلي الخام العالمي سنة 1970 إلى 89% سنة 1990 إلى 151,5% سنة 1995. وفي خضم هذه التحولات بدا واضحا أن قدرة بلدان العالم على تحقيق

---

[1]- عدنان الهندي، التوريق كأداة مالية حديثة، مؤتمر حول الواقع المصرفي الدولي والعربي ومبررات التوريق، (بيروت: اتحاد المصارف العربية،1995)،22.

[2] - Jean Pierre Allégret et Bernard Courbis, monnaies et finance et mondialisation, (Paris: edition Vuibert, 2003),118.

التنمية المالية من خلال استقطاب الموارد المالية بأشكالها المختلفة المحلية منها والخارجية لإحداث التنمية إلا تتوقف على تحقق عنصرين هامين، هما: حسن إدارة الاقتصاد وتحديث أسواق الأوراق المالية[1].

المطلب الأول: التغيرات الحاصلة في البيئة المالية العالمية وانعكاسها على أسواق الأوراق المالية

الفرع الأول: ملامح البيئة المالية العالمية المعاصرة

لقد أسفرت التحولات الحاصلة في بنية التمويل العالمي عن تغيرات جوهرية في أسواق رأس المال الوطنية والدولية. من أهمها:

أولا- مأسسة الأسواق المالية

شغلت المؤسسات المالية من بنوك وشركات تأمين وصناديق تقاعد وصناديق الاستثمار حيزا هاما من نشاط أسواق الأوراق المالية بعدما كان الأفراد المستثمرون هم الفاعلين الأساسيين في هذه الأسواق، حيث ارتفعت الأصول المالية لصناديق التقاعد من 860 مليار دولار سنة 1980 إلى 28000 مليار دولار سنة 2009، كما ارتفعت المبالغ الموظفة من صناديق الاستثمار من 120 مليار دولار سنة 1980 إلى 23000 مليار دولار سنة 2009، وبلغت توظيفات شركات التأمين ما يقارب 20000 مليار دولار سنة 2009 بعدما كانت لا تتعدى 519 مليار دولار سنة 1980[2]. وترجع أهمية المستثمر المؤسسي لسوق الأوراق المالية لدوره العالي في امتصاص الصدمات التي تعتري أسواق الأوراق المالية، ففي بحث قام به "وارسو" على سوق الأوراق المالية البولندية في الفترة 1994- 2003 وجد أن المستثمر المؤسسي لعب دور أساسي في تطوير سوق الأوراق المالية البولندية من خلال قدرته على الحد من تذبذب أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي. وتنبثق هذه المساهمة من أسباب عدة، منها: أن المستثمر المؤسسي يخضع لقيود تنظيمية وتشريعية عديدة، وانه يعتمد في بناء قراراته على المعلومات الأساسية الدارجة تحت مبدأ الإفصاح والشفافية، وأن تحركاته غير عشوائية بل تدريجية ومنظمة قائمة على اعتبارات موضوعية، إضافة أنه يضمن الاستقرار للسوق لتبنيه سياسة التنويع[3].

---

[1]- عدنان الهندي، دور المصارف العربية في تنشيط التداول بالبورصات العربية، ملتقى عربي حول استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، (بيروت: اتحاد المصارف العربية،1994)،69-70.

[2] - Claude Demma, les neveux acteurs, alternative économiques, n 87, (Paris : AUD Press ,1er trimestre 2011),20.

[3] -John Charles, Investment Analysis and management,(USA: Wiley sons Inc,2000),560.

كما عززت البنوك التجارية من موقعها من خلال الدخول في أنشطة استثمارية وإدارة الأصول والقيام بأعمال السمسرة ودخول مجال التأمين مما أتاح لها فرصة تنويع موارد عائداتها والمخاطر أعمالها وتأمين إصدار أسهم وسندات الشركات، ما ترتب عليه انخفاض النصيب النسبي للودائع إلى إجمالي الخصوم بالبنوك مقابل زيادة النصيب النسبي للخصوم القابلة للمتاجرة، وانخفاض نصيب القروض من إجمالي أصول البنوك نتيجة تزايد الاعتماد على إصدار السندات[1]. واعتمدت البنوك التجارية في سبيل تحقيق ذلك على إستراتيجية الاستحواذ والاندماج والتي شهدت نموا كبيرا في جميع أنحاء العالم خلال العقدين الأخيرين بسبب ما توفره من مزايا: كتقليل تكلفة التمويل والاستفادة من مزايا الحجم الكبير، وزيادة الحصة في السوق، وسهولة النفاذ إلى الأسواق، وانتقال الموارد والتنويع. وان كان الهدف من عمليات الشراء والاندماج هو إنشاء كيان ذو حجم كبير، إلا أن بعض الدراسات تشير أن من أهم النتائج الفورية لهذه العمليات هي تصفية عدد من مناصب الشغل، وانخفاض كبير في قيمة الأصول حيث حللت جريدة "Le Monde " اثر اندماج اثنا عشرة عملية اندماج في البورصة ووجدت أن كل عمليات الاندماج أدت إلى خسائر فادحة في قيم أسهم الشركة الوليدة في البورصة الفرنسية بلغت حوالي 720 مليار دولار[2] .كما اكتست صناديق الاستثمار بأشكالها المختلفة على أهمية بالغة والتي أحدثت ثورة حقيقية في مجال الاستثمار المالي، حيث يرى الاقتصادي "Withers Hartley" أن استثمار الادخارات في الأوراق المالية يبدو أمرا صعبا بالنسبة للمدخر العادي الذي لا تتوافر لديه المعلومات ولا المهارة اللازمة لاختيار الأوراق المالية التي تسمح له بالحصول على أكبر دخل بأقل المخاطرة، وهو ما يستدعي تأسيس صناديق الاستثمار التي يتولى إدارتها أشخاص متخصصون قادرين على تقديم الخدمات على أكمل وجه[3]. ويضيف الاقتصادي "Wiesenberger" أن شركات وصناديق الاستثمار هي الأكثر اقتدارا من المدخرين العاديين على اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة في كل الظروف، وذلك بعيدا عن الانفعال والتسرع الذين يطبعان قرارات الاستثمار التي يتخذها المدخرون العاديون عن حماقة وجهل"[4]. وهذا ما يفسر النمو السريع لصناديق الاستثمار خلال العقدين الماضيين حيث تزايدت أعدادها بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية من68 صندوق سنة 1940 إلى 250 صندوق سنة 1980 إلى 3900 صندوق سنة 1992، وناهز عددها 8064 نهاية مارس 2008. وقد قدرت قيمة موجوداتها تريليون دولار أمريكي سنة 1990، وخمسة تريليون دولار سنة 2000، و6,4 تريليون دولار سنة 2004 و10,9 تريليون دولار نهاية نوفمبر 2009[5].

---

[1]- صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الاقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي في مصر، (القاهرة: دار النهضة العربية،2003)،90-91.

[2]- جان زيغلر، سادة العالم الجديد، ترجمة: محمد زكرياء إسماعيل، (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2003)، 82-83.

[3]- حسيني المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن،(الكويت: مطبوعات جامعة الكويت،1995)، 33.

[4]- المرجع السابق، 34.

[5]- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة، (نابلس: جامعة النجاح الوطنية،2005)،03.

ثانيا- ثورة المعلومات المعاصرة

عززت الثورة التكنولوجية التي اجتاحت أسواق المال نقل البيانات والمعلومات وتأمينها في الأسواق النقدية والمالية ما أدى إلى سرعة حركة تدفق الأموال وسرعة تنفيذ الأوامر. وقد ساهمت تكنولوجيا المعلومات في تحفيز ابتكار الأدوات المالية إلى جانب زيادة قدرة الأسواق على التوسع عالميا وذلك من خلال ثلاثة تقنيات:

- توفير إمكانية إجراء مختلف المعاملات الداخلية والخارجية المعقدة بصورة سريعة ومضمونة.
- تعزيز عملية تخزين وتحليل البيانات وغيرها من المهام التي تعتمد على البيانات المرتبطة بإدارة المؤسسات المالية.
- منح جميع الأطراف المتعاملة في السوق على اختلاف أحجامها فرصة الوصول إلى كم من المعلومات حول فرص الاستثمار والقروض وإدارة الشركات والمؤسسات المالية والتوجهات الاقتصادية والتطورات السياسية.

إن ثورة التكنولوجيا التي استفادت منها أكثر الأسواق المالية مقارنة بغيرها من الأسواق أسهبت في زيادة الروابط العابرة للحدود مع الأسواق المالية الوطنية، ففي الماضي القريب كان يصعب على المستثمرين الأفراد والشركات والحكومات أن يستثمروا أو يدخلوا في عمليات زيادة رأس المال من خارج حدودهم الجغرافية. أما اليوم فيصعب تصور أسواق مالية مغلقة حيث أصبحت العمليات المالية العابرة للحدود مفتوحة أمام الجميع، وتطورت الأسواق المالية في المراكز المالية الكبيرة إذ تحولت إلى أسواق عالمية تتداول في أحجام كبيرة من العمليات، فمثلا ارتفعت القيمة الإجمالية اليومية لعمليات بيع وشراء العملات الأجنبية من 18,3 مليار دولار سنة 1977 إلى 1,9 تريليون دولار سنة 2004. وبقدر ما حملت الثورة المعلوماتية من منافع تنويع فرص الاستثمار وإتاحة البدائل أمام الجهات الطالبة للمال في تدبير متطلباتها التمويلية من مصادر عدة، فإنها زادت من احتمال حصول تقلبات في السوق حيث أصبح بمقدور المستثمرين سحب استثماراتهم المالية من أي دولة أو سوق وقت ما يشاءون الأمر الذي يفضي إلى نتائج اقتصادية مدمرة تتعدي الجانب المالي إلى الجانب الحقيقي إلى الموازين الداخلية والخارجية للدولة.

ويرتبط بالتطور التكنولوجي ظهور ما يسمى بـ "صناديق رأس المال المخاطر" التي ساهمت بدرجة كبيرة في قيادة الأنشطة الاقتصادية خلال التسعينيات بفضل التطور السريع للتكنولوجيات الجديدة وتطبيقاتها خلال هذه الفترة. وهذه الصناديق تقدم على توفير الأموال وتسخير خبرات أصحابها ومهاراتهم التجارية ومعارفهم الإدارية لرواد الأعمال من خلال الدخول معهم في شراكة من خلال شراء حصص ملكية لأجل إخراج الأفكار الإبداعية إلى حيز الواقع وتحويلها إلى أنشطة تجارية في بداية مراحل الشركة الصغيرة لتنمو بعد ذلك

وتتوسع إلى أن تبلغ قدرا من الشهرة فيقوم أصحاب راس المال المخاطر ببيع حصة أسهمهم محققين أرباحا رأسمالية مغرية. ومثال عن هذه الصناديق نجد New Tech Venture في أوروبا الذي استثمرت حوالي 7,6 مليون يورو من أجل مساعدة شركات التكنولوجية في المرحلة البذرية أو المرحلة المبكرة للحصول على دعم مالي حيوي.كما أقدمت صناديق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية على استثمار أكثر من 1,2 مليار دولار في 253 شركة صينية سنة 2004[1].

ثالثا– تطور الهندسة المالية أو ما يعرف بالتجديد المالي

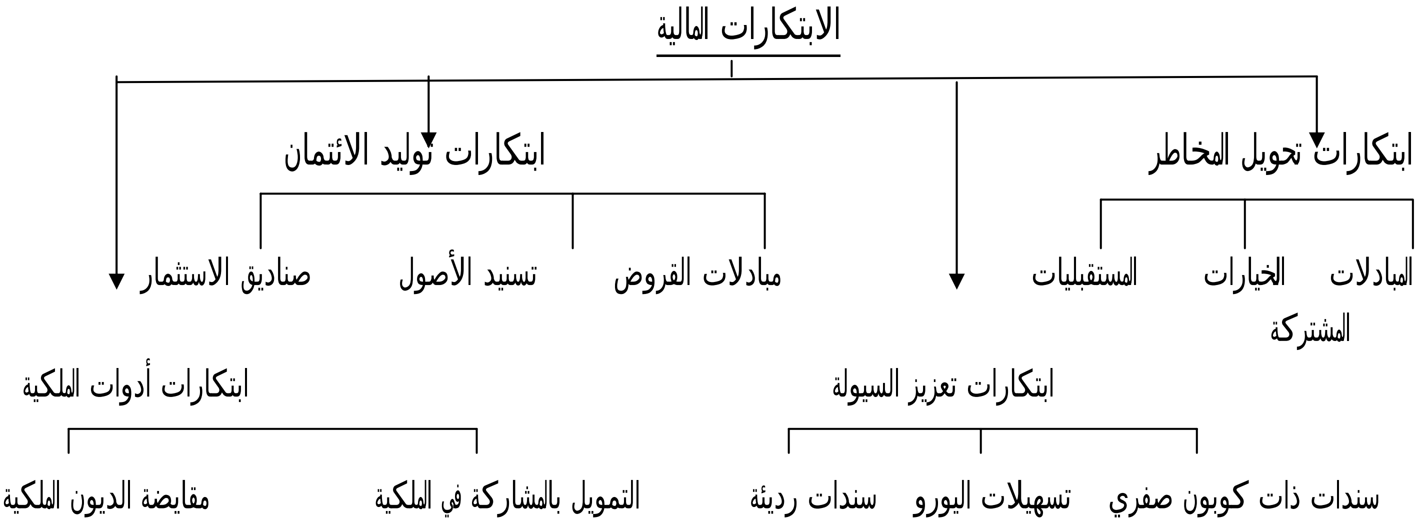
ظهرت على الساحة المالية وسائل تغطية حديثة متمثلة في المشتقات المالية والتي تعد بمثابة عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لشركة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لشركة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التي نتجت عنها هذه المخاطر[2]. وهي بذلك تهدف إلى توفير المزيد من الضمانات للمتعاقدين والمتعاملين في السوق المالية، والتغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات الكبيرة في أسعارها أو عوائدها. وتضم المشتقات المالية توليفة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها ومجالها، وكذلك تتنوع تبعا لدرجة تعقيداتها. وتشتمل المشتقات على: العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلة وعقود الخيارات أو مزيج من نوعين من العقود السالفة وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلة الخيارية. ومن ثم فان المشتقات المالية ما هي إلا عنصر من الابتكارات المالية التي ما فتأت تظهر بين الفينة والفينة الأخرى كما يوضحه الشكل التالي:

---

[1]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الموارد المالية ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، العدد 12، (نيويورك: الأمم المتحدة، 2007)،47.

[2]- كمال عبد الحميد نجاتي وإبراهيم نادر شحاتة، أساسيات المراجعة،(القاهرة: مكتبة عين شمس، 1999)، 103.

الشكل رقم 08: الابتكارات المالية في أسواق الأوراق المالية



المصدر: عادل رزق، التمويل العقاري والتوريق، مجلة دراسات المالية والمصرفية، المجلد16، العدد2،(عمان: جمعية الدراسات المالية والمصرفية،جوان 2008)،38.

ومن أكثر المشتقات المالية استخداما نجد عقود الخيارات، والتي تعرف على أنها "عقد يمثل حق المشتري – وليس الإلزام – في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري الخيار يسمى بعلاوة الخيار"[1]. ويذكر "هوانج" و"رندال" و"منير هندي" أنه قبل إنشاء السوق المنظمة لعقود الخيارات، كانت السوق تشتمل على عدد محدد من التجار والسماسرة يتبعون إتحاد تجار خيار البيع والشراء، وكانوا يعلنون في الصحف المتخصصة عن استعدادهم لإبرام الصفقات ومساعدة الأطراف المختلفة على التفاوض والوصول إلى اتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العمولة. واستمر الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات سنة 1973 في مدينة شيكاغو أطلق عليها اسم "بورصة شيكاغو" حيث أصبح التعامل في الخيارات أكثر سهولة وسرعة. ومنذ ذلك الوقت ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة الأمريكية حتى أصبحت تزيد عن مليون عقد يوميا، ولم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة الأمريكية إلا في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من 40 سوقا على مستوى العالم.

---

[1] - ƧǑǈǆ ǅǑǋǯƧǊǜ Ǜ Ĭ ǅǈǆ ǓǯĂǆ ƖǔǔƖǓǮ ǈǔĂǆ ǈǆ ǐǑǆ ǦǬǙǕǧǨ ǦǖǔĂǆ ǈǓǮ:) ǈǓ ǒǈǆ ǈǆǈǆ Ǚǉ(1994 Ǚ183.

وأثرت المشتقات المالية على النمط التمويل العالمي إذ انتقل من صيغة التمويل المصرفي إلى صيغة التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية، سيما منها أسواق السندات، لما تتصف به من ميزة الاحتياط والتأمين ضد مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية أو أسعار الصرف أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى. كما أسست هذه الأدوات تغليب منطق المضاربة وما تتضمنه من احتمالات تحقيق الأرباح والخسائر وسيطرتها على سلوك غالبية المستثمرين ما أدي في كثير من الأحيان إلى حدوث انهيارات غير مبررة اقتصاديا.

رابعا- إعادة توزيع تدفقات رؤوس الأموال بين المناطق

من أهم التحولات التي طرأت على البيئة المالية العالمية هي إعادة توزيع تدفقات رؤوس الأموال بين المناطق، ففي ستينيات وسبعينيات القرن الماضي كانت رؤوس الأموال الدولية تتدفق من البلدان المتقدمة إلى البلدان النامية أو ما يعرف بمحور الشمال- الجنوب، وتعززت هذه الحركة مع تراكم فوائض البترودولار لدى مصارف الدول المتقدمة وإقراضها للدول النامية. لكن سرعان ما تغيرت وجهة تدفقات رؤوس الأموال لتسلك مسلك الشمال- الشمال في ظل أزمة الدين سنة 1982- 1983 أين توقفت البلدان النامية المدينة عن سداد ديونها، إضافة إلى العجز الكبير والمستمر في الموازين المالية الداخلية والخارجية التي أصبحت تعاني منه الولايات المتحدة الأمريكية فتحولت رؤوس الأموال الدولية، كالفوائض المالية المتراكمة في اليابان وأوروبا، إلى تمويل عجوزات الولايات المتحدة الأمريكية متجاوزين بذلك نمط التمويل المصرفي إلى التمويل عن طريق رأس المال خاصة الاستثمار في سوق السندات[1]. واستمر هكذا الوضع حتى بداية التسعينيات حيث ظهرت أقاليم تملك جاذبية هائلة لرأس المال الدولي وأضحت طرفا هاما في منظومة الاستثمار المالي العالمي، وأقصد بذلك الدول الناشئة والمتمركزة في أسيا وأمريكا اللاتينية. ومكمن جاذبية هذه الأسواق يتمثل في امتلاكها فرص هائلة للنمو وارتباطها الضعيف بأسواق الدول المتقدمة ما وفر مناخا مناسبا لتنويع الاستثمارات في هذه البلدان.

الفرع الثاني: تباين أسواق الأوراق المالية في التعامل مع المتغيرات الحاصلة في البيئة العالمية

في ظل التطورات المالية الهائلة التي حدثت بداية من مطلع سبعينيات القرن الماضي، تباينت مكانة أسواق الأوراق المالية في الأقاليم بحسب استيعاب البلدان لمعطيات العولمة والتكيف معها، وفي هذا السياق أفرزت العولمة المالية ثلاثة أنواع من أسواق الأوراق المالية.

أولا- الأسواق الأوراق المالية المتقدمة أو الناضجة

تتمتع أسواق الأوراق المالية الناضجة بمجموعة من الخصائص أكسبتها الكفاءة المرتفعة والمرونة العالية والقدرة الفائقة على امتصاص الصدمات الناجمة عن التشوهات الحاصلة في الهيكل المالي المحلي أو الإقليمي أو

[1]- ناهد طلاس العجة، تحدي العولمة: إعادة تنظيم منظومة المبادلات الدولية أم تبدل حضاري؟، ترجمة: محمد عرب صاصيلا، (دمشق: مكتبة دار طلاس،2007)، 135.

العالمي، وهي تتمتع بإطار تشريعي ملائم وبتعدد المنتجات المالية المتداولة بما في ذلك المشتقات المالية. إضافة إلى إلزام الشركات في تلك الدول باتباع قواعد الإدارة السليمة الشيء الذي أوجد قطاعا قويا من الشركات المنتجة مكنتها من إصدار المزيد من الأوراق المالية وجذب المزيد من الاستثمارات نتيجة لذلك ما انعكس إيجابا على نشاط السوق. إضافة إلى ذلك، تتوفر في هذه الأسواق أدوات ووسائل الإفصاح عن المعلومات وزيادة موردي خدمات البحوث والدراسات المالية المتخصصة ما يجعل من مهمة متابعة أداء الشركات واستكشاف السعر العادل أمرا ليس بالصعب. وعلى خلفية ذلك نمت هذه الأسواق نموا سريعا في نشاطها وعمقها حيث جمعت الشركات المزيد من رأس المال في أسواق السندات والأسهم وارتفعت مشاركة المستثمرين الأفراد والمؤسسات في تلك الأسواق، حيث بلغ مجموع الائتمان الخاص والرسملة البورصية في الدول الصناعية السبعة الكبار ما يزيد عن 260% من الناتج الداخلي الخام لهذه الدول سنة 2004 مقارنة مع 100% سنة 1975[1]، ووصلت نسبة الاستثمار المؤسسي في هذه الأسواق إلى نحو 90% من إجمالي المستثمرين[2].

واقترن تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة بالتكامل المالي عبر الحدود من خلال زيادة التدفقات المالية في ظل ظهور مجموعة من العوامل أسهمت في تطوير هذه الأسواق، والمتمثلة في: التحرر المالي ورفع القيود، ثورة الابتكارات التكنولوجية والمالية، ونضوج الوعي الاستثماري لأفراد هذه الدول .

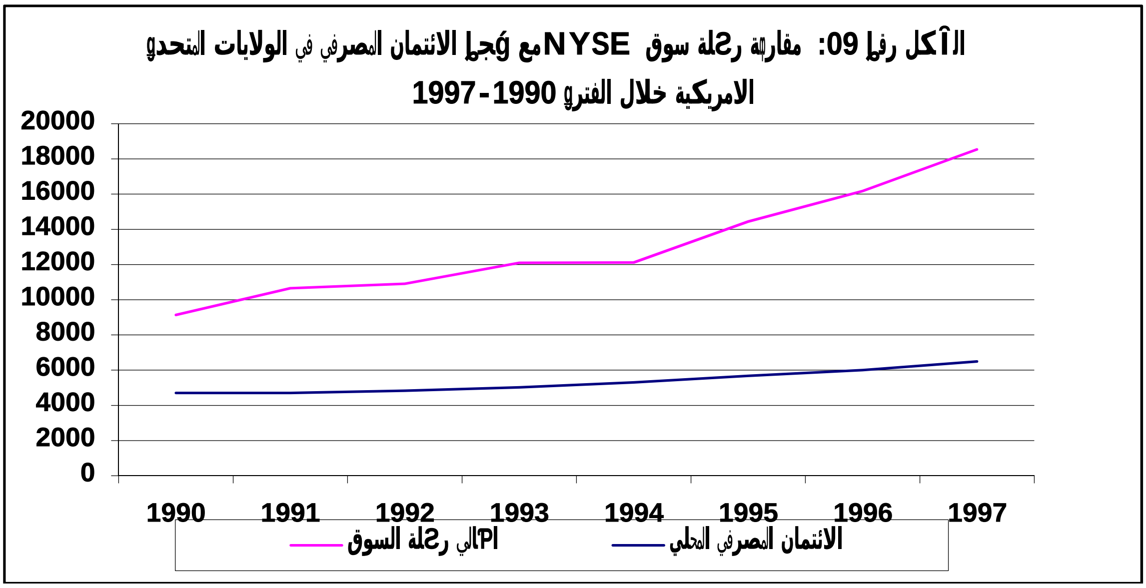
وكأحسن نموذج عن الأسواق المالية المتقدمة نجد سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE EURONEXT)، والتي ساهمت في تكوين السيولة الكلية لاقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية بشكل ملفت للانتباه خلال ثمانينات وتسعينيات القرن الماضي، إذ تعكس المؤشرات المتاحة أن نسبة القيمة السوقية إلى عرض النقود أخذت تتطور بشكل كبير، فقد بلغت هذه النسبة 51% سنة 1981 لترتفع إلى 74% سنة 1989، واستمرت بالزيادة وبشكل مضطرد في عقد التسعينات حيث بلغت 106% سنة 1993 و130% سنة 1995 لتبلغ أعلى مستوى لها خلال الفترة 1981-1997 بوصولها 174% سنة 1997. ويعزز هذا الاتجاه تلك البيانات التي مفادها تضاعف إجمالي رسملة سوق NYSE من 4429.9 مليار دولار سنة 1990 إلى 12039.4 مليار سنة 1997، في حين عرف الائتمان المصرفي زيادة متواضعة إذ انتقل من 4704.3 مليار دولار سنة 1990 إلى 6493.7 مليار دولار سنة 1997[3].

---

[1] - Augusto de la Torre and Sergio Schumkler, Emerging Capital Markets and Globalization, (Washington: Stanford University Press,2006),08-09.

[2] - اشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، (الإمارات العربية المتحدة: هيئة الأوراق المالية والسلع،2005)،07-08.

[3] - عماد محمد على عبد اللطيف العاني، مرجع سبق ذكره، 30.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية،(بغداد: بيت الحكمة، 2002)،31.

ثانيا - أسواق الأوراق المالية الناشئة

تمتاز الأسواق الناشئة ببلوغها درجة من النضج بسبب استفادتها من عمليات إصلاح امتدت على مدى فترة من الزمن، حيث شهدت هذه الأسواق أداءا متميزا خلال النصف الثاني من القرن الماضي ما جعلها تسترعي اهتمام أطياف مختلفة من المستثمرين ومديري المحافظ المالية، وأصبحت تزاحم الأسواق المتقدمة في استجلاب رؤوس الأموال حيث استحوذت الاقتصاديات الناشئة على 12% من حجم الرسملة البورصية العالمية، و22% من قيمة الناتج الداخلي العالمي و70% من النمو العالمي سنة 2007[1]. كما استطاعت أسواق الأوراق المالية الناشئة سنة 2010 من جلب إلى صناديق أسهمها ما يربو عن 92,5 مليار دولار، وإلى صناديق سنداتها ما يقارب 52,5 مليار دولار. وبناءا على ذلك فان الكثير من الخبراء ينصحون بأن تتضمن المحفظة المتوازنة من 5 إلى 15% من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة. لكن من هي أسواق الأوراق الناشئة؟ بعبارة أخرى ما المقصود بـ " النشوئية" ؟

إن ظاهرة "النشوئية" أو"الصعودية" هي ظاهرة حركية ديناميكية، فقائمة الدول الناشئة تتغير مع مرور الوقت تبعا لتغير مجموعة من المؤشرات المتعلقة بأداء اقتصاديات الدول والمتعلقة أيضا بأداء أسواقها المالية. وتحديد هذه المعايير، في الحقيقة، تختلف من جهة إلى أخرى ما يحدث اختلافا في تصنيف الأسواق المالية

---

[1] - Hicham Assalih, les marches financiers émergents, www.sceco.univ-poitiers.fr. date : 04.05.2011.

الناشئة، فمثلا أحصت مؤسسة Standard and Poor's 34 سوقا ناشئة سنة 2007 موزعة على بقاع العالم، بينما أحصت مؤسسة International Capital Morgan Stanley 27 سوقا ناشئة فقط.

الجدول رقم 07 :قائمة للدول التي تمتلك أسواق أوراق مالية ناشئة حسب مؤسسة S&P سنة 2007

آسيا	الصين، الهند، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، باكستان، الفيليبين، سيريلانكا، تايوان، تايلاند.
أمريكا اللاتينية	الأرجنتين، البرازيل، الشيلى، كولومبيا، المكسيك، بيرو، فنزويلا.
أوروبا	جمهورية التشيك، بولونيا، روسيا، تركيا، سلوفينيا، المجر.
الشرق الأوسط	البحرين، الأردن، العربية السعودية، إيران، إسرائيل، سلطنة عمان.
إفريقيا	نيجريا، مصر، المغرب، جنوب إفريقيا، زمبابوي.

Source: S&P, Emerging Markets database,2008.

وعليه فان وضع تعريف شامل لأسواق الأوراق المالية الناشئة يلقى قبولا من جميع الأطراف من الصعوبة بمكان، فإذا كانت تشترك كل الأسواق الناشئة في خصائص معينة، كمعدل عائد مرتفع على الاستثمار، فان بعض الخصائص الأخرى لا يمكن رصدها على قدم المساواة بين جميع هذه البلدان كنصيب الفرد من الناتج الداخلي ومساهمة الناتج المحلي للدولة في الناتج الإجمالي العالمي. ومن ذلك، تعرف مؤسسة التمويل الدولية الأسواق المالية الناشئة أنها "تلك الأسواق التي تنمو في المناطق الأقل تقدما في العالم والمتمثلة في الاقتصاديات المصنعة حديثا، وبلدان شرق ووسط أوروبا وبلدان جنوب وشرق آسيا وغيرها ممن تمر بمرحلة انتقالية من الاقتصاد المخطط إلى الاقتصاد الحر والتي تشهد أسواق أوراقها المالية أولى مراحل نموها كأسواق ماليزيا وتايلاند والمكسيك"[1]. كما يمكن تعريف السوق الناشئة في اللحظة t أنها السوق المتقلبة التي تواجه مشاكل في السيولة، وتمارس قيودا على الاستثمار الأجنبي، وينشر فيها معلومات غير موثوق من صحتها، ويعاني اقتصادها من مشاكل هيكلية مثل الفساد. وفي مقابل ذلك، فان هذه الدولة تسجل نمو اقتصادي مضطرد وتملك من مقومات الكفاءة والتقدم.

يتبين مما سبق أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتمتع بمجموعة من الخصائص تشكل في كثير من الأحيان عقبة أمام تنمية هذه الأسواق، نذكر من أهمها ما يلي[2]:

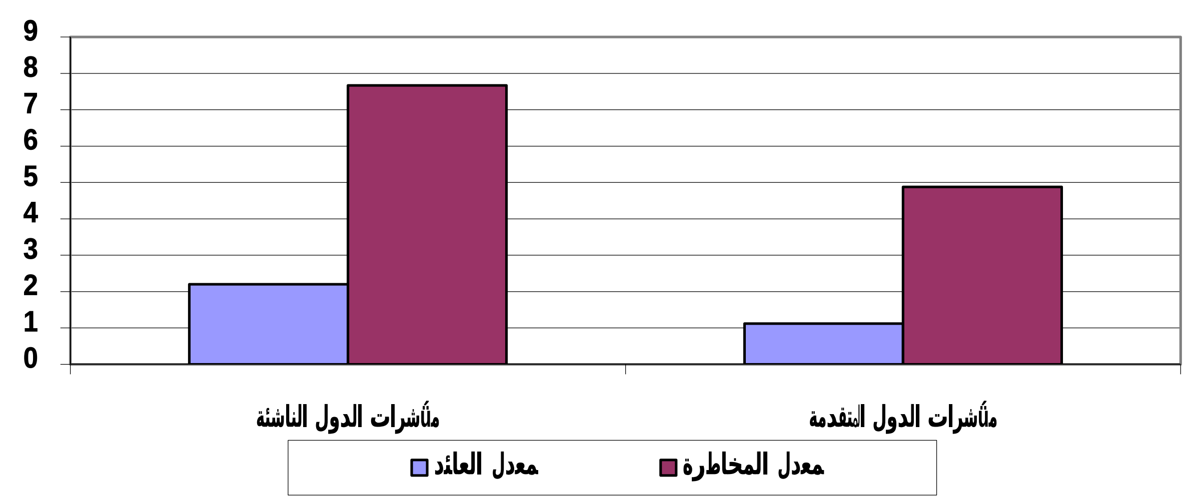
---

1 - هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، 23-24.

2 - محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال،(الإسكندرية: دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر،2010)، 123-128.

- **ثالثا: مستوى السيولة وقلة عمليات التداول:** تتميز أسواق الأوراق المالية الناشئة ظاهرة انخفاض مستوى السيولة وما ينجر عنها من تقلبات في أسعار الأوراق المالية والإفراط في تسعيرها، باعتبار أن الأسواق الأقل سيولة هي الأكثر تقلبا. وهذا ما يفسر درجة المخاطرة العالية التي تكتنف هذه الأسواق في مقابل تحقيقها لنسب مردودية تفوق تلك المسجلة في الأسواق المتقدمة، ففي الفترة الممتدة من 2002 إلى 2007 حققت مصر أعلى متوسط نسبة مردودية قدرت بـ 4,22% سنويا، متبوعة بالأرجنتين بنسبة 3,87%، في حين حققت اليونان التي صنفت سوق أوراقها المالية كسوق متقدمة نسبة مردودية سنوية قدرت بـ 1,85%، وحققت الولايات المتحدة الأمريكية نسبة 0.56%[1]. وعلى العموم فان فجوة الأداء خلال المرحلة المذكورة سابقا بين أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة بلغت 1,08% لصالح الأسواق الناشئة. وفيما يتعلق بدرجة التقلب، والتي يمكن التعبير عنها بالانحراف المعياري، فكانت أشد في أسواق الأوراق المالية الناشئة، فقدرت درجة التقلب في فنزويلا 14,02% خلال فترة الدراسة السابقة و13,4% في تركيا و11,4% في البرازيل، في حين بلغت متوسط درجة التقلب في عموم أسواق الدول المتقدمة 4,88% *.

الشكل رقم 10: مقارنة عائد ومخاطر الاسواق الناشئة والمتقدمة للفترة 2002-2007



Source: Hicham Assalih, op.cit,07.

وتشوب أسواق الأوراق المالية الناشئة قلة عمليات التداول اليومي ما يجعلها سوقا محدودة لا تملك القدرة على جذب الشركات الأجنبية إليها، فمثلا بلغ عدد الشركات المدرجة للتداول في أسواق الأوراق المالية لأعضاء اللجنة

---

1 - Hicham Assalih, op.cit, 06.

* نسجل بعض الاستثناءات لقاعدة المعاوضة بين العائد والمخاطرة، ففنزويلا التي حققت في المتوسط درجة تقلب تقدر ب 14% تجني في المتوسط معدل عائد يقدر ب 0.5% فقط. وعند مقارنة حالتي المغرب واليونان اللتان تمتلكان نفس درجة التقلب والمقدرة ب 6%، فان سوق الأوراق المالية المغربية حققت في المتوسط نسبة عائد، خلال الفترة المذكورة أعلاه، يقدر ب 2.24% متفوقة على سوق الأوراق المالية اليونانية التي سجلت في نفس الفترة متوسط عائد يقدر ب 1.84%.

الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا"ESCWA" "ما يقارب 732 شركة في جوان 2003 بإجمالي قيمة سوقية تقدر بـ 255 مليار دولار، في حين بلغت عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك في نفس الفترة زهاء 2700 شركة بإجمالي قيمة سوقية تقدر ب 13,5 تريليون دولار[1].

- **اختلاف المعايير المحاسبية:** حيث لا تزال الكثير من الدول الصاعدة تعمل وفق معايير محاسبية محلية ما فرض نوع من التعارض بين هذه المعايير والمعايير المحاسبية الدولية خصوصا بعد انفتاح هذه الدول تجاريا وماليا على العالم الخارجي، فالشركات الأجنبية الراغبة في الاستثمار في هذه الدول عادة ما تتردد نتيجة خشيتها لضياع حقوقها ومصالح المساهمين فيها التي تضمنها لهم محاسبيا المعايير المحاسبية الدولية. هذا التباين ينعكس على أداء أسواق الأوراق المالية من خلال عدم دقة النتائج التي يمكن الوصول إليها ما يلقي بظلاله على صعوبة اندماج وارتباط هذه الأسواق مع الأسواق المالية الدولية.
- **مدى توفر المعلومات وتكلفة الحصول عليها:** تشترك أسواق الأوراق المالية الناشئة في وجود خلل في تدفق المعلومات نتيجة افتقار هذه الأسواق لإلزامية الإفصاح والحوكمة الرشيدة، وهذا الخلل يأخذ عدة صور، منها: نقص المعلومات المتاحة عن الأحداث التي تقع داخل السوق، وتسرب المعلومات المتعلقة بالحدث قبل الإعلان عنه ما يقوض مبدأ العدالة بين المستثمرين، وانتشار ظاهرة الاتجار الداخلي بالمعلومات أين تزداد مطامع المديرين الداخليين في تحقيق مكاسب شخصية فيبيعون معلومات الشركة ما يؤدي في النهاية إلى تفريغ السوق من وظيفتها، وارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات.
- **انخفاض درجة ارتباط أسواق الأوراق الناشئة بالأسواق المتقدمة،** تتيح هذه الميزة للمستثمرين الدوليين من تنويع مجال توظيفاتهم جغرافيا بقصد تخفيض درجة المخاطرة، فكلما كانت درجة تكامل الأسواق ضعيفا كلما تحققت منافع التنويع، وهذا ما يجعل من أسواق الأوراق المالية الناشئة قبلة للمستثمرين الدوليين باعتبار ضعف درجة ارتباطها بالأسواق المالية المتقدمة. ففي دراسة قامت بها "Errunza" على الأرباح الربع السنوية لـ 29 سوق أوراق مالية- منها المتقدمة والناشئة- في الفترة 1981-1990 خلصت إلى ضعف ارتباط أسواق الأوراق المالية الناشئة بالأسواق المتقدمة. وانتهت الدراسة التي قام بها "Divecha" عندما حلل بيانات سنوية ل 20 سوق متقدمة و23 سوق ناشئة في الفترة 1986- 1992، إلى نفس النتيجة التي توصلت إليها "Errunza"[2]. وتشير بعض الأبحاث أن ارتباط أسواق الأوراق المالية الناشئة مع الأسواق المالية المتقدمة ليست على درجة واحدة، إذ تعد أسواق كل من الصين والمكسيك من أكثر الأسواق المندمجة مع المراكز المالية العالمية في الفترة الممتدة من 2002-2007، بخلاف دول شمال

---

[1]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط الأسواق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الاسكوا، (نيويورك: الأمم المتحدة، 2004)،02-01.

[2] - Hicham Assalih, Op.cit, 14.

إفريقيا والشرق الأوسط "MENA" التي تعتبر الحلقة الأضعف من حيث ارتباطها بأسواق الدول المتقدمة. أما عن ترابط أسواق الأوراق المالية الناشئة فيما بينها فتختلف باختلاف المناطق، فمعامل ارتباط الأسواق الناشئة لدول أمريكا اللاتينية بلغ 38% في الفترة 2002-2007، وبلغت أكبر نسبة ارتباط فيها بين سوقي المكسيك والأرجنتين بنسبة 51%. وبلغ معامل الارتباط بين أسواق الأوراق المالية الناشئة في أوروبا 40%، حققت سوقي بولونيا والمجر أعلى درجة ارتباط بـ 60%. ولم يتجاوز معامل ارتباط أسواق شمال ايفريقيا والشرق الأوسط بين بعضها البعض نسبة 13%.

ثالثا- أسواق الأوراق المالية للدول النامية

تتواجد هذه أسواق الأوراق المالية في الدول الأقل تصنيعا ونموا والتي تعاني من تشوهات اقتصادية واجتماعية وسياسية عميقة. ويمكن تقسيم هذه الأسواق إلى صنفين: صنف يجمع الأسواق التي بدأت عملها منذ عقود إلا أن أسواقها راكدة إذ بقيت الشركات المدرجة فيها محدودة العدد وقيمتها السوقية لا تنمو، بينما يشمل الصنف الثاني على أسواق حديثة العهد حيث يزداد عدد الشركات المدرجة فيها وتنمو قيمتها السوقية ولكنها تعاني من ضعف القوانين والتشريعات ونقصا في المنتجات المالية المتداولة. وإجمالا، تتسم أسواق الدول النامية بأنها قليلة العمق ومحدودية الاتساع، تسودها ظاهرة التداول بيعا وشراءا في عدد قليل من الأوراق المالية التي يصدرها عدد قليل من الشركات. وتقل في هذه الأسواق نسبة الأوراق المالية حرة التداول حيث لا تتعدى 5 إلى 7% على أحسن تقدير مقارنة بنحو 30 إلى 35 % في أسواق جنوب شرق آسيا[1]. كما لا تعتمد هذه الأسواق على تدفق المعلومات لأغراض التحليل واتخاذ القرار الاستثماري ما جعلها تتميز بالتذبذبات العالية في أسعار أوراقها المالية.

وبالرغم من أن صور تنمية أسواق الأوراق المالية قد تحققت في الاقتصاديات المتقدمة التي تتوافر على نظم اقتصادية أكثر شفافية، إلا أن الدول النامية تأثرت بهذا الاتجاه من زاويتين، أولها حاجة هذه الدول إلى رؤوس الأموال المتاحة والمتداولة في الأسواق المالية للاقتصاديات المتقدمة لمواجهة أعباء التنمية الاقتصادية. ثانيها، تهيئة المناخ الملائم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية واستخدامها استخداما رشيدا بالاعتماد على أسوق الأوراق المالية في إطار الإصلاح المالي الشامل الذي يتضمن خصخصة شركات القطاع العام وطرحها في المزاد للاكتتاب العام على أسهمها. وفي هذا الإطار سعت الدول النامية إلى تقليد الدول المتقدمة في تطوير أسواق أوراقها المالية وفق خطة ضبابية لم ترعى ذاتها الانسجام والتداخل بين السوق النقدية وسوق رأس المال ومتطلبات الواقع الاقتصادي المحلي، فبدأت في وضع آليات وضوابط التعامل في سوق الأوراق المالية من دون

[1]- اشرف شمس الدين، مرجع سبق ذكره،08.

إصلاح نظامها الاقتصادي بفروعه وأدواته وفي ظل اعتماد نشاطها الاقتصادي على الجهاز المصرفي في التمويل ما أدى إلى هروب رؤوس الأموال واستخدامها في الأسواق المالية الدولية .

وبعد أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، اتجهت أنظار الدول النامية إلى تعزيز أسواق أوراقها المالية باعتبارها وسيلة لجعل النظم المالية أكثر استقرارا، ومن ثم تبوأت أسواق السندات مركزا هاما باعتبارها الإطار الاحتياطي للنظام وبديل الجهاز المصرفي عندما تدركه الأزمات. وعلى اثر ذلك، عرفت الدول النامية جيلين من إصلاحات أسواق أوراقها المالية، انصبت إصلاحات الجيل الأول على تحسين البيئة الاقتصادية الكلية واستقرارها، وإقامة الأطر القانونية والتنظيمية الملائمة، وتحرير أسواق أوراقها المالية. وارتكزت إصلاحات الجيل الثاني على تشييد البنى التحتية والمؤسسية لتكثيف نشاط السوق والرفع من سيولتها وتوسيع نطاق المشاركة فيها بإعادة هيكلة بعض مؤسسات الاستقطاب الادخاري وإحالة إدارتها لجهات خاصة سيما تلك المتعلقة بصناديق المعاشات التي ساهمت في توفير تمويل طويل الأجل للقطاع الخاص.

المطلب الثاني: عولمة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات الاندماج

أثار تنامي حدوث الأزمات المالية وشدة وطأتها على مالية الدول وعلى أجهزتها الإنتاجية في العقود الثلاثة الأخيرة، وسهولة انسياب المعلومات عبر وسائل الاتصال على المستوى العالمي وتكامل اقتصاديات الدول جدلا واسعا حول مدى واقعية عولمة الأسواق المالية، فمن الاقتصاديين من يرى أن الحديث عن عولمة أسواق الأوراق المالية سابق لأوانه في المرحلة الراهنة لأن ما نعيشه اليوم هو ترابط هذه الأسواق التي لا زالت تحتكم إلى القوانين واللوائح التنظيمية التي تضعها الدولة الوطنية في ظل غياب إطار عالمي يوجه هذه الأسواق نحو التقيد والالتزام بمعايير عالمية محددة. إلا أن ترابط هذه الأسواق واندماجها قد بلغ مستوى عال في الدول الصناعية الكبرى والدول الناشئة التي بادرت إلى تحرير أسواق أوراقها المالية بإلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال من وإلى هذه الأسواق، وإسناد تحديد الأسعار لقوى العرض والطلب، والسماح للأجانب من امتلاك الأوراق المالية للشركات المحلية، وكذا السماح للشركات الدولية من طرح أسهمها في أسواقها المالية والاعتماد على الوسائط والحاسبات الالكترونية في نشر المعلومات. إضافة إلى تبني إصلاحات مؤسسية لهيكلة أسواق الأوراق المالية التي شملت الهياكل التنظيمية والمؤسسات المالية والأدوات المالية الشيء الذي أوجد تقاربا كبيرا في عمل هذه الأسواق، وأفضى إلى وجود تجانس إلى حد ما في تنظيم وإدارة أسواق الأوراق المالية وربطها بالمراكز المالية الكبيرة.

إن سلوك نشاط أسواق الأوراق المالية تجاه الأحداث العالمية والإقليمية يعكس في الحقيقة نقطتين أساسيتين، تتعلق الأولى باستفراد سوق الأوراق المالية للحساسية عالية جدا تجاه المعلومات وكل ما يبث من أخبار على اختلاف مشاربها، بل وبكيفية قراءة وتحليل هذه المعلومات في تحديد التوقعات المستقبلية والتي تختلف من جهة

إلى أخرى ما يولد بروز قوتين متنازعتين في دفع الأسعار. وتتعلق النقطة الثانية بارتفاع درجة اندماج أسواق الأوراق المالية ببعضها البعض في ظل التغيرات العالمية التي اجتاحت الاقتصاد العالمي في جانبه المالي.

الفرع الأول: مظاهر الاتجاه نحو عالمية أسواق الأوراق المالية

يقصد بعولمة أسواق الأوراق المالية اندماج الأسواق على مدى عالمي لتشكل معا سوقا عالمية شاملة متضمنة انتقال الفوائض المالية لمختلف دول العالم في عملية إعادة هيكلة هذه الأموال على النطاق العالمي وتمركزها في الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية المنتشرة بصورة أساسية في الاقتصاديات المتقدمة، إلى جانب تيسير حصول المستثمرين ورجال الأعمال والحكومات عليها من مختلف مناطق العالم[1].

وتتضح صورة اندماج أسواق الأوراق المالية من تقاطع ثلاثة اتجاهات هامة، الاتجاه الأول يتعلق بوضعية سوق الأوراق المالية الأمريكية المهيمنة منذ فترة طويلة على النظام المالي العالمي، وتتجلى أهميتها من خلال زيادة تكاملها مع الأسواق المالية الأخرى حيث أضحت أسعار القيم المنقولة في بورصات العالم مرتبطة على نحو متزايد مع تلك الموجودة في بورصة نيويورك. فقد بلغت الأرصدة الخارجية للشركات القابضة الأمريكية حوالي 210 مليار دولار سنة 1993، وتم تسجيل أكثر من 70 شركة أمريكية في بورصة طوكيو، وأكثر من 185 شركة في بورصة لندن، وتم قيد أكثر من 420 شركة أجنبية في بورصة نيويورك سنة 2007. كما زاد إقبال الأفراد والحكومات من مناطق مختلفة على شراء الأسهم والسندات المتداولة في سوق نيويورك[2].

جدول رقم 08: تملك المستثمرين الأجانب للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة 2002- 2008 (مليار دولار أمريكي)

1- عماد محمد العاني، مرجع سبق ذكره، 14.

2 - Jeffrey Frankel , Introduction to Internationalization of Equity Market, www.nber.org, 14/05/2011,01.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
أوربا	1,738	1,989	2,531	2,88	3,231	4,203	4,215
بلدان الاتحاد الأوروبي	973	1,174	1,196	1,676	1,881	2,37	2,398
بريطانيا	368	390	491	560	640	921	864
آسيا	1,296	1,574	2,008	2,358	2,686	3,143	3,607
الصين	181	255	341	527	699	922	1,205
اليابان	673	771	1,019	1,091	1,106	1,197	1,25
مناطق أخرى	1,093	1,019	1,036	1,137	1,241	1,617	1,628
المجموع	**4,338**	**4,978**	**6,019**	**6,864**	**7,777**	**9,771**	**10,322**

Source : US treasury.

ويتعلق الاتجاه الثاني بتطور تقنيات وأدوات ربط الأسواق المالية ببعضها البعض، من أهمها تقنية التوريق التي تجسدت خصوصا في أسواق الدول المتقدمة كاليابان وألمانيا وفرنسا ما أدى إلى زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية لهذه الدول إذ بلغت الرسملة البورصية لهذه الأسواق 10 تريليون دولار سنة 1989. ويتعلق الاتجاه الثالث بظهور الاقتصاديات الناشئة وانفتاح أسواق أوراقها المالية على الخارج فبلغت مشتريات الأجانب للأسهم المتداولة في هذه الأسواق 160 مليار دولار سنة 1993 بعد أن كانت لا تتعدى 2 مليار دولار سنة 1986.

وتعزى ظاهرة الاندماج بين أسواق الأوراق المالية المحلية والدولية وانتقال التوظيفات من الأسواق المالية المحلية تجاه الأسواق المالية الدولية، ناهيك عن السياق العام المتمثل في تحرير أسواق الأوراق المالية وإلغاء القيود على تحركات رؤوس الأموال، إلى رغبة المستثمرين والمقترضين في تكوين مجموعة واسعة من الأدوات المالية على المستوى الدولي، أو ما يعرف بالتنويع الدولي للمحافظ الاستثمارية، بهدف تنويع مصادر العوائد وتجزئة درجة المخاطرة. ويغذى هذا الاتجاه مجموعة من التغيرات، من أهمها[1]:

- عدم ثبات أسعار صرف العملات الدولية، حيث دخل العالم مرحلة اللااستقرار اثر انهيار نظام بروتن وودز، وانعكس هذا مباشرة في انتقال رؤوس الأموال الدولية خاصة بين الدول المتقدمة بسبب وجود حساسية مفرطة بين تحركات رؤوس الأموال وتغير أسعار صرف العملات الدولية الناشئة عن زيادة انفتاح تلك الاقتصاديات عن بعضها البعض. ويغذي هذا التذبذب في أسعار الصرف زيادة توجه المستثمرين والمضاربين نحو الأسواق المالية المختلفة إما لغرض التغطية أو لغرض التحوط من مخاطر عدم الاستقرار أو

[1]- عماد محمد العاني، مرجع سبق ذكره، 143-144.

لأغراض المضاربة لكسب الأرباح الوفيرة، وهو ما يؤدي في النهاية إلى زيادة حجم التعامل في هذه الأسواق. فالتوقع بانخفاض سعر صرف عملة معينة يؤدي إلى اندفاع المستثمرين للتخلي عنها إن كانت داخلة في مكونات محافظهم المالية واستبدالها بعملة أخرى تتمتع بنوع من الاستقرار، أو يتوجهون إلى شراء الأوراق المالية من أسهم وسندات. ويترتب على ذلك انتقال المستثمرين بين مختلف الأسواق المالية الأمر الذي يعزز درجة التقارب بين تلك الأسواق.

- تباين أسعار الفائدة الدولية، حيث أظهرت أسعار الفائدة الدولية اتجاها متزايدا نحو التفاوت فيما بين الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة سيما خلال عقد الثمانينات من القرن الماضي، وانعكس هذا التفاوت على سلوك المدخرين والمستثمرين الدوليين وفي طبيعة التدفقات المالية الدولية التي أضحت تنتقل إلى الأسواق المالية التي توفر فائدة أعلى بهدف تعظيم الأرباح. وفي ظل اشتداد المنافسة على راس المال الأجنبي والإفادة منه في تغذية المشاريع الاقتصادية المختلفة، أصبحت سعر الفائدة سلاحا بيد الدول لإغراء المستثمرين وجلبهم ما أوجد منافسة قوية بين الأسواق في الاقتصاديات المتقدمة والتي أفضت في النهاية إلى تقارب شديد في مستويات أسعار الفائدة الدولية.

الفرع الثاني: مؤشرات عولمة أسواق الأوراق المالية

ترتب على موجة التحرر المالي التي اكتسحت أسواق الأوراق المالية للاقتصاديات المتقدمة والناشئة وسيطرة إستراتيجيات المضاربة على القرارات الاستثمارية اندماج الأسواق المالية مع بعضها البعض، فأصبحت هذه الأسواق بمثابة سوق مالية واحدة إذا اضطربت سويقة واحدة منها اضطربت كل السويقات الأخرى، ولعل الأزمات المالية التي تخللت مراحل تطور النظام الرأسمالي لخير دليل على ذلك. وعولمة أسواق الأوراق المالية كجزء من عملية العولمة المالية لها من المؤشرات ما تدل عليها.

أولا- تطور التدفقات المالية عبر الأدوات المالية عبر الحدود

مع تزايد عملية عولمة الأسواق المالية في العقدين الماضيين وتسارع ظاهرة التحرير المالي، تعاظم دور انتقال رؤوس الأموال الأجنبية خلال تسعينيات القرن الماضي، ففي سنوات الثمانينات تضاعفت حجم العقود والاتفاقات المبرمة في سوق الصرف عشرة أمثالها مقارنة بالعقود المبرمة في الأسواق الأخرى، حيث لا تكاد تصل العقود الموصولة بالمبادلات التجارية السلعية حوالي 3% من إجمالي العقود المبرمة في سوق الصرف والتي تجاوزت حسب استبيان قام به سنة 1992 بنك التسويات الدولية ألف مليار دولار[1].

الجدول رقم 09: مقارنة بين نمو التدفقات التجارية والتدفقات المالية والاستثمارات المباشرة في الخارج في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في الفترة 1980-1988.(معامل التضاعف)

[1]- أديب ديمتري، مرجع سبق ذكره، 314.

الناتج المحلي الإجمالي في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	التدفقات التجارية	العقود في أسواق الصرف	تدفقات الاستثمارات في الخارج
1.95	2	8.5	5

المصدر: جان أر شولت، مرجع سبق ذكره، 217.

كما عرفت توظيفات الأموال في شراء الأسهم والسندات تطورا ملحوظا بداية من سنة 1985، ففي حين لم تتعدى المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات في البلدان المتقدمة 10% من ناتجها المحلي الاجمالي سنة 1980، تجاوزت هذه النسبة 200% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا سنة 1997، و300% في كل من فرنسا وايطاليا وكندا في نفس السنة.

الجدول رقم10: نسبة المعاملات الدولية في الأسهم والسندات إلى الناتج الإجمالي خلال الفترة 1975-1997

البيان	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
الو.م.أ	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
اليابان	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
ألمانيا	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253
فرنسا	-	5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
ايطاليا	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672

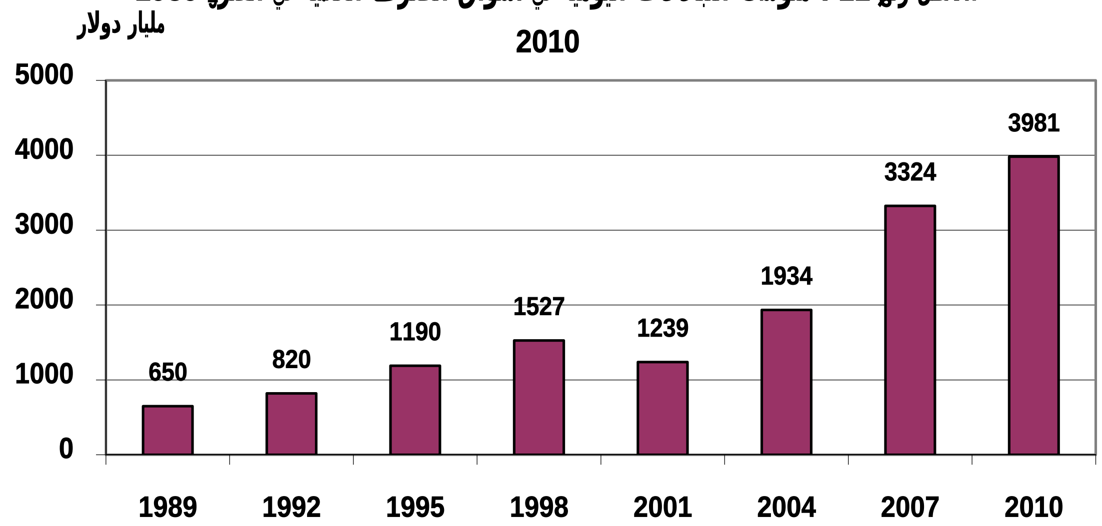
Source: Philippe Arvisenet et Jean-Pierre Petit, Economie international: La place des banques,(Paris: Dunod,1999),95.

ثانيا- تداول النقد الأجنبي

تشير الدراسات التي قدمها البنك الدولي في شهر نيسان 2001 أن متوسط تداول حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي سنة 1986 إلى 650 مليار دولار سنة 1989 إلى حوالي 1,2 تريليون دولار سنة 1995، وهو ما يفوق 84% قيمة الاحتياطات الدولية لكل دول

العالمي لنفس السنة، كما تجاوزت عقود المشتقات الخاصة بتداول العملة الأجنبية 17 تريليون دولار[1]. وهذا يفوق حجم التعامل في النقد الأجنبي على المستوى العالمي 100 مرة ضعف حجم التجارة الدولية، حيث تشير التقديرات أن حجم التعامل في النقد الأجنبي لجميع الأغراض على المستوى العالمي يتراوح مابين 500 إلى 700 تريليون دولار، في حين تقدر حجم التجارة العالمية من السلع والخدمات 7 تريليون دولار سنويا، وهذا ما يفسر الأهمية المتنامية لحركة رؤوس الأموال وحركة الأوراق المالية عبر الحدود. وفي دراسة حديثة لبنك التسويات الدولية، فان حجم التعاملات اليومية على النقد الأجنبي ارتفعت إلى 4000 مليار دولار سنة 2010، وهو ما يمثل 10 مرات ما يتداول في أسواق الأسهم العالمية و4 مرات ما يتداول في أسواق السندات. وبلغت نسبة التعاملات المباشرة على الصرف الأجنبي 37% بينما النسبة المتبقية تمثل عقود المشتقات المرتبطة بالنقد الأجنبي[2].

الشكل رقم 11 : متوسط التبادلات اليومية في أسواق الصرف العالمية في الفترة 1989-2010



Source : Jacques Adda et autres, les marchés financiers, revue Alternatives Economiques, n 87, (paris : AUD Press, jan 2011), 08.

ثالثا- النمو الهائل للتدفقات الاستثمارية الأجنبية

تعتبر الاستثمارات الأجنبية بنوعيها المباشرة وغير المباشرة إلا أن المتتبع لتدفقات راس المال عبر الحدود يلاحظ أن حركة استثمارات المحفظة أصبحت بديلا على نحو متزايد عن الاستثمار المباشر، ففي الفترة الممتدة من 2000-2007 ارتفع إجمالي استثمارات المحفظة من 1,7 تريليون إلى 3,6 تريليون دولار[3]. هذه الحركة

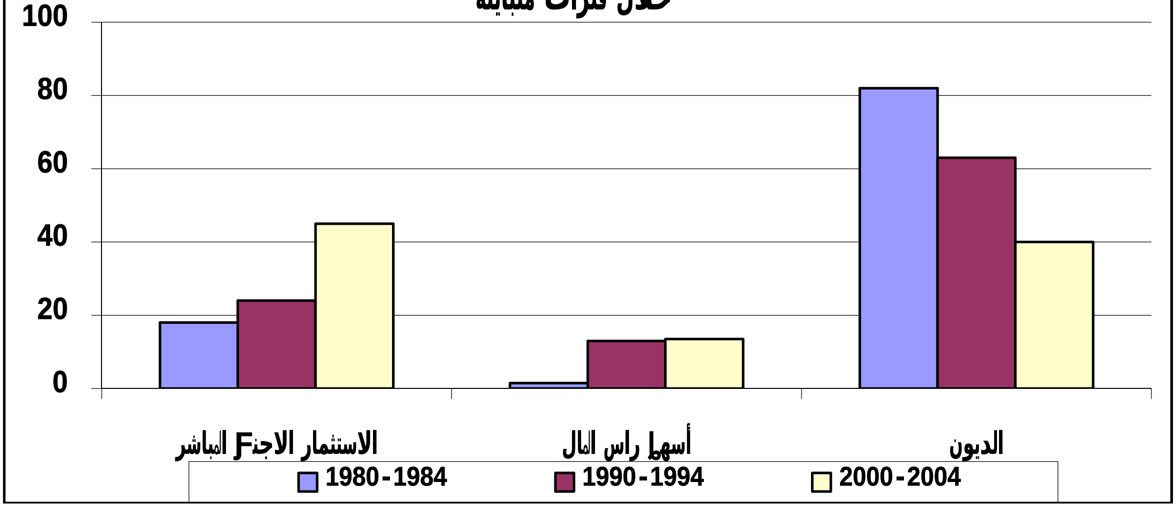
[1]- رمزي زكي، العولمة المالية،(القاهرة: دار المستقبل العربي،1999)،80-81.

[2] - Jacques Adda et autres, OP. CIT , 08.

[3]-جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية:أزمة نظام لا أزمة سياسات،مجلة السياسة الدولية،العدد 175،(القاهرة: مؤسسة الأهرام، 2008)،120.

النشطة وهنا تتداخل اعتبارات المضاربة والمقامرة والمراجعة المرتبطة بالتحرير المالي في إطار سياسات الإصلاح والتكييف الهيكلي التي تنادي بها المؤسسات الدولية، فضلا عن ارتباطها بتحرير تجارة الخدمات المالية طبقا لمبادئ منظمة التجارة العالمية.

الشكل رقم 12: التدفقات المالية إلى الاسواق الناشئة كنسبة مئوية من إجمالي التدفقات خلال فترات متباينة



المصدر: إيهان كوزي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 19.

رابعا- تصاعد التعامل في المشتقات المالية

ساعدت المشتقات المالية على ربط أسواق المال وزيادة معدلات عولمة رأس المال، وجعلت من السهولة اختراق أسواق الأوراق المالية والسيطرة عليها. وقد عرفت السنوات الأخيرة توسعا كبيرا في استخدام المشتقات المالية بلغت قيمها أضعاف قيم الناتج الإجمالي العالمي، ففي سنة 1999 بلغ حجم الناتج الإجمالي العالمي 29,29 تريليون دولار في حين وصلت قيمة صفقات المشتقات المالية إلى نحو 88.2 تريليون دولار. وحسب إحصائيات بنك التسويات الدولية فان مبلغ التبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد لغاية 2008 بلغت حوالي 592 تريليون دولار، وهذا ما يعادل عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع بلدان العالم والمقدر 60 تريليون دولار[1]. كما بلغت قيمة عقود المشتقات المالية في الأسواق خارج المقصورة، حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية، 582655 مليار دولار في جوان 2010 بنسبة تقدر ب 90% من إجمالي مبالغ المشتقات المالية. وما يميز بضخامة عقود المشتقات المالية كونها تتداول وفق أسلوب الهامش الشيء الذي يسمح للمتعامل مضاعفة ما لديه من أموال في عمليات متعددة، ومضاعفة الأرباح إن تحققت لا على أساس رأس المال المملوك وإنما عن طريق راس المال المضاعف.

[1]- مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية، الأزمة المالية العالمية سنة 2008،(اسطنبول: منظمة المؤتمر الإسلامي،2009)،06. www.sesric.org تاريخ الإطلاع 03.04.2011

خامسا- الارتباط المتزايد بين مؤشرات الأسهم في الأسواق الصاعدة ومؤشر سوق الأسهم الأمريكي

تؤكد الدراسات أن معامل الارتباط بين مؤشر الأوراق المالية في العديد من بورصات الأسواق الصاعدة ومؤشر بورصة نيويورك ازدادت بقوة خلال السنوات العشرين الماضية. ويمكن قياس درجة الاندماج فيما بين الأسواق الدولية بمعامل الارتباط بين مؤشرات أسعار تلك الأسواق. ففي الفترة الممتدة بين 1965- 1985 بلغ معامل ارتباط مؤشر S&P في سوق نيويورك 87,5% مع مؤشر FT-SE في سوق لندن، و47,6% مع مؤشر Cmmerz Bank في سوق ألمانيا، و79,9% مع مؤشر Nikkei في سوق طوكيو. وارتفعت درجة ارتباط مؤشر سوق نيويورك مع مؤشرات الأسواق السابقة في الفترة 1985-1997 لتبلغ على التوالي: 98,2%، 91,6%، 40,4%.

سادسا- تنامي أهمية صناديق الاستثمار الدولية

تحولت صناديق الاستثمار الدولية إلى مؤسسات مالية عملاقة تقوم بتكوين المحافظ المالية وتوزيعها بين أسواق الأوراق المالية المختلفة وفقا لمعدلات الربحية المتوقعة، إذ تشير الإحصائيات إلى تضاعف عدد الصناديق الاستثمارية الموجهة للتعامل في أسواق الأوراق الناشئة خلال الفترة 1990- 1994 إلى أربعة أضعاف لتصل إلى 908 صندوق بقيمة موجودات تقدر بـ 132 مليار دولار[1].

سابعا- تزايد إصدار شهادات الإيداع الدولية القابلة للتداول (DRs)

تصدر هذه الشهادات عن مصارف إيداع دولية بتفويض من شركات الإصدار بهدف التمويل من الأسواق المالية الدولية[2]. وتطور التعامل بهذه الشهادات في أسواق المال الأمريكية والأسيوية خاصة بعد رفع القيود القانونية وفتح الأسواق المغلقة لحرية الاتجار بالأوراق المالية. فمثلا ارتفعت قيمة إصدارات هذه الشهادات في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية من 75 مليار دولار سنة 1990 إلى تريليون دولار سنة 2005[3].

ثامنا- تنامي أسواق السندات

لقد انعكست ديناميكية وحركية رؤوس الأموال بين أسواق المال الدولية على أسواق السندات العالمية بشكل يتميز خلال عشرين سنة الماضية حيث انتقلت قيمتها من 2.6 تريليون دولار سنة 1990 إلى 14 تريليون دولار سنة 2004 في الولايات المتحدة الأمريكية، وارتفعت مساهمة الدول النامية في هذه الأسواق من 100.3 مليار دولار سنة 1990 إلى 801.9 مليار دولار سنة 2004[4]. كما تنامت أسواق السندات في

[1]-عزت عبد الحميد مرعي،رؤوس الأموال الساخنة والأزمات المالية والاقتصادية،(القاهرة: مركز المحروسة للبحوث والتدريب والنشر،2002)، 17-18.

[2]- سنغ كقالجيت، مرجع سابق،72.

[3] - Augusto de la Torre and Sergio Schmukler ,Op.cit , 72.

[4] - Idem.

الاقتصاديات الصاعدة بشكل ملحوظ خلال عشر سنوات الأخيرة، حيث بلغ معدل نمو السندات الدولية في هذه الأسواق 8% ومعدل نمو السندات المحلية 18%[1]. وقد أضحت أسواق السندات من أهم مصادر التمويل حيث سجلت سوق سندات جنوب إفريقيا قيمة تداول قدرت بـ 92 مليار دولار سنة 2007 بنسبة نمو تقدر بـ 25% مقارنة بسنة 2006، وقدرت نسبة إصدارات القطاع الخاص بـ 30%. وارتقت قيمة التعاملات في السندات في بورصتي القاهرة والإسكندرية من 8,9 مليار جنيه مصري سنة 2005 إلى 11 مليار جنيه سنة 2006[2].

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية

لقد شهدت أسواق الأوراق المالية طفرة نمو هائلة في الدول المتقدمة والدول الناشئة على حد سواء من خلال ضخامة رسملة قيمها وارتفاع في عدد الشركات المدرجة بها ما يوحي بالقدرة الفائقة لهذه الأسواق على استقطاب المدخرات المحلية والأجنبية لدعم تمويل المشاريع الاقتصادية على اختلاف مجالاتها. ولا ريب أن هناك علاقة بين أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية، فما شكلها واتجاهها في ظل المتغيرات الاقتصادية الدولية الراهنة؟

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

تشير معاجم اللغة العربية أن "التنمية" أصلها من "النماء"، وهي في اللغة الزيادة والإكثار والارتفاع في الكم أو النوع، مأخوذة من نمى ينمي نميا ونميا ونماءا، أي زاد وكثر[3]. كما يراد بـ "التنمية" الإصلاح والتعمير. والتنمية غير النمو في اللغة، فالنمو يطلق على الزيادة في الأشياء تلقائيا، أما التنمية فتنصرف إلى الزيادة في الأشياء بفعل فاعل.

والتنمية في الاصطلاح الاقتصادي مفهوم نسبي يختلف من مجتمع إلى، كما تختلف مستوياته من شعب إلى أخر، بل حتى مصطلح التنمية في حد ذاته من المفاهيم الحديثة الوافدة على الأدب الاقتصادي حيث برز هذا المفهوم بصورة أساسية بعد الحرب العالمية الثانية، ولم يستعمل هذا المصطلح في عصر الاقتصادي "ادم سميت" وحتى في الحرب العالمية الثانية إلا على سبيل الاستثناء حيث تم التعبير عن التطور الحاصل في المجتمعات المتقدمة بعبارة: التقدم المادي والتقدم الاقتصادي، وفي مجتمعات أوروبا الشرقية كانت تستخدم مصطلحات التحديث والتصنيع*. وعليه من الصعب تحديد تعريف دقيق متفق عليه بين أهل التخصص، إلا أن للتنمية

---

[1] - David Owyong & Anand Lyer, Risk characteristics of emerging market bonds, (New York : MSCI Barra Reseach,2010),01.

[2] - ادراة الشؤون الاقتصادية بالاتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، ديسمبر 2008، 52.

[3]- محمد عبد العليم مرسى، التربية والتنمية في الإسلام،(الرياض: إدارة الثقافة والنشر بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية،1992)، 54.

* تطور مفهوم التنمية على أربعة مراحل: فمنذ الحرب العالمية الثانية إلى منتصف ستينيات القرن الماضي ارتبطت التنمية بالصناعة والنمو الاقتصادي. ومنذ نهاية تلك الفترة إلى حتى منتصف السبعينات أخذ مفهوم التنمية أبعادا اجتماعية إلى جانب البعد الاقتصادي، وذلك بإدماج بعض الظواهر في التحليل كالفقر والبطالة واللامساواة في توزيع الدخل. وبعدها حتى منتصف الثمانينات برز مفهوم التنمية الشاملة الذي ركز على الاستفادة من معدلات النمو الاقتصادي في تحسين الظروف المعيشية للسكان، إلا أن هذه التنمية لم تؤتي ثمارها كونها عالجت القضايا الاجتماعية

الاقتصادية سمات مشتركة لا تختلف من مجتمع لأخر مثل استهداف الرخاء الاقتصادي، وتعبئة الطاقات والموارد وحسن إدارتها.

يعرف الاقتصادي "Michael Tuador" التنمية الاقتصادية على أنها "عملية يتم فيها زيادة الدخل الحقيقي زيادة تراكمية وسريعة ومستمرة عبر فترة من الزمن بحيث تكون هذه الزيادة أكبر من معدل نمو السكان مع توفير الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وحماية الموارد المتجددة من التلوث والحفاظ على الموارد الغير متجددة من النضوب"[1]. ويعرف عبد الغني النوري التنمية بأنها "الجهد المنظم لتنمية موارد المجتمع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية بعد القضاء على التخلف، واللحاق بركب الحضارة وتوفير أدنى متطلبات الحياة الكريمة لكل فرد من أفراد المجتمع"[2]. ويضيف الاقتصادي "بولدوين" في تعريفه للتنمية الاقتصادية سمات أخرى تتمثل في قدرة الاقتصاد على امتصاص المزيد من القوى العاملة كل سنة، وتوفير احتياطات نقدية التي تسمح بالإنفاق العسكري، وتحقيق مستويات عالية من التعليم المجاني، والقيام بمختلف البرامج الاجتماعية ما يعزز ذلك التشابك الوظيفي بين الجانب الاقتصادي بالجوانب الاجتماعية والأمنية للتنمية[3]. ويعرف علي خليل التنمية أنها "عملية شاملة تهدف لإحداث تغير حضاري، يزيد من قدرة المجتمع الذاتية على الاستجابة لإشباع الحاجات الأساسية المتجددة لكل من الفرد والمجتمع على حد سواء"[4].

من خلال ما تقدم، يمكن رصد أهم النقاط المتعلقة بالتنمية الاقتصادية على النحو التالي:

- أن الهدف الرئيسي لأي تنمية اقتصادية هو إشباع الحاجات الأساسية. وأهمية هذا الهدف لا ينبع من كونه مجرد هدف عام يرتبط بالحاجات الأغلبية، بل من كونه الضمان الأكبر لتحقيق التنمية الناجحة من خلال إنشاء سوق داخلية مع توسيعها وتطويرها بما يضمن تمتين الروابط بين القطاعات والفروع الاقتصادية المختلفة وبالتالي تغذيتها بشكل مستمر. وليس المقصود هنا بالحاجات الأساسية تلك المادية فقط، وإنما تشمل أيضا الجانب الروحي، وهذا ربما ما يفسر التناقض الحاصل في عملية التنمية بين المأمول منها والحقائق المترتبة عنها[5]. فالتلوث البيئي نتيجة التوسع في إنشاء المشاريع المضرة بالبيئة، وتدني الخدمات

بشكل مجزأ وليس ككل متكامل. ومع التوسع الصناعي الكبير ظهرت تنمية من نوع أخر بعدما طفت إلى السطح المشكلات البيئية التي أصبحت تهدد الحياة فوق الأرض، إنها التنمية المستدامة التي ظهرت لأول مرة في تقرير اللجنة العالمية للبيئة والتنمية سنة 1987. لمزيد من التفصيل، انظر: عثمان محمد غنيم وماجدة احمد زنط، التنمية المستدامة: فلسفتها وأساليب تخطيطها وأدوات قياسها، (جدة: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2007)، 19- 23.

[1]- ميشيل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة: محمود حسن حسني، (السعودية:دار المريخ للنشر، 2006)، 39.

[2]- عبد الغني النوري، اتجاهات جديدة في اقتصاديات التعليم في البلاد العربية،(الدوحة: دار الثقافة، 1988)، 72.

[3]- صلاح الدين نامق، التنمية الاقتصادية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1972)، 33.

[4]- علي خليل أبو عينين، التربية الإسلامية والتنمية، مجلة رسالة الخليج، العدد 22، (الرياض: مكتب التربية العربي لدول مجلس التعاون الخليجي، 1987)، 15.

[5]. وهذا ما يميز التنمية في مفهومها الإسلامي عن التنمية في مفهومها الوضعي. فالمفهوم الغربي للتنمية كان قاصرا على تحسين النطاق المادي للفرد ووسيلتها في المقام الأول الأموال والأشياء، وبالتالي فهي تنمية ما بيدي الإنسان ويحدث معه تلقائيا تنمية الإنسان نفسه، أما الإسلام فينظر إلى التنمية نظرة شاملة متكاملة من جميع مناحيها تكفل عدالة التوزيع لكل أفراد المجتمع مع ضمان حد الكفاية للحياة الآمنة. ويعبر عن التنمية في الإسلام ب"صلاح الدنيا" أو "عمارة الأرض" مصداقا لقوله تعالى" **هو أنشأكم في الأرض واستعمركم فيها"**، ولا تستوي هذه العمارة إلا بالتنمية

الاجتماعية والرعاية الصحية، وانتشار الفقر والمجاعة على نطاق واسع في كثير من الدول النامية والمتقدمة، والدورات الاقتصادية والاضطرابات في الأسواق الدولية والمضاربات والاحتكارات والرشاوى لدليل على عدم قدرة الأنظمة الاقتصادية على الإيفاء بمتطلبات التنمية لخلوها من أي محتوى أخلاقي لدرجة أن طالبت بعض الأصوات بوقف النمو الاقتصادي على غرار نادي روما وبعض المنتديات الفكرية[1]. ويتجلى خلو الفكر التنموي من القيم الأخلاقية في كتابات "أدم سميث"، منظر الفكر التنموي الرأسمالي، في كتابه "الأخلاق" حيث يشير إلى أن الانضباط بالأخلاق والتقيد بها سبب أساسي في إعاقة عملية التنمية، إذ أن الشعور بالأنانية وحب الذات وحب التفوق على الغير والسعي وراء المصلحة الشخصية هو الدافع الأساسي لمزيد من العمل والإنتاج، وأن هذه القيم هي أساسية للنمو الاقتصادي.

- إذا كان التخلف هو عملية تشويه لعمليات النمو الاقتصادي نتيجة الإدماج في السوق الرأسمالية العالمية ما ولد نوع من التبعية لاقتصاديات الدول المتقدمة، فيترتب على هذا أن الصفة الأساسية لأي تنمية اقتصادية جادة يجب أن تكون مستقلة غير تابعة تعمل على قطع روابط التبعية بالسوق الرأسمالية العالمية، من دون قطع العلاقات التجارية أو تضييقها مع الدول لغاية منع استنزاف الفوائض الاقتصادية للدول النامية من قبل الدول المتقدمة عبر التجارة الخارجية والتقسيم الدولي للعمل.
- تحقيق التنمية الاقتصادية مرهون بالدرجة الأولى بعدالة التوزيع.
- التنمية الاقتصادية عملية تنطلق من داخل المجتمع اعتمادا على الموارد الاقتصادية المتاحة وبتضافر جهود المؤسسات الحكومية والأفراد على حد سواء. وما نراه في عالم اليوم أن التنمية الاقتصادية أصبحت تخضع إلى أكثر من متغير، الكثير منها يقع خارج نطاق سيطرة الدولة الراغبة في النماء. ففي حين بادرت الدول المتقدمة إلى بناء مقومات تنميتها- وان كانت على أنقاض وخيرات الدول المتخلفة- كإرساء نظم سياسية أكثر ديمقراطية، وتشجيع البحث والابتكار العلمي وتطوير الدعامة التكنولوجية، لم تتمكن الكثير من الدول النامية من بلوغ ذلك المستوى والأداء الذي يضمن حد أدنى من متطلبات النهوض بالتنمية، وقد يرجع ذلك إلى أن هذه الدول قريبة العهد بالاستقلال، إضافة إلى احتكار الدول المتقدمة شبه التام للتكنولوجيا والإنتاج الصناعي والتجارة والأسواق المالية. وقد كرست هذه العوامل وعمقت تبعية الدول المتخلفة للدول المتقدمة في كثير من مناحي الحياة، ووفرت للدول المتقدمة لونا جديدا من ألوان الاستعمار مستخدمة الأدوات الاقتصادية والإجراءات المالية كالمعونات والتيسيرات المالية كأوراق ضغط على

المتواصلة والسعي الدءوب في الأرض بحثا عن خيراتها في سبيل نشر الخير وإشاعة الرفاهية ورغد العيش ما يمكن الإنسان من عبادة ربه على أحسن وجه.

[1]- نادي روما، وقف النمو، ترجمة: عيسى عصفور،(دمشق: وزارة الثقافة والإرشاد القومي،1979)،90.

حكومات الدول المتخلفة. ومن ثم أصبحت حكومات الدول المتخلفة تواجه مجموعة من التحديات والعوائق التي تحول دون تحقيق تنمية اقتصادية، من أهمها:

- التضخم العالمي الذي تسببت فيه السياسات النقدية التوسعية للولايات المتحدة الأمريكية لتغطية حروبها، الشيء الذي أدى إلى انخفاض في قيم صادرات الدول المتخلفة وتآكل مدخراتها الخاصة والسيادية بسبب انخفاض قيمة الدولار والتدهور الكبير لمعدلات التبادل التجاري.
- استنزاف الموارد الطبيعية وتحويلها إلى ثروة رمزية تتحكم في قيمها المضاربات في الأسواق المالية.
- سياسات التحرير المالي التي فتحت المجال لرأس المال التنقل في كل الاتجاهات متجاهلة الاحتياجات الحقيقة للبلدان المتخلفة إلى هذه الأموال.
- تراجع الأمن الغذائي الذي صار يمثل التحدي الرئيسي أمام شعوب دول العالم الثالث، خاصة بعد توجه سياسات الدول المتقدمة لاستخدام الغذاء لأغراض إنتاج الوقود الحيوي.
- الانكشاف الكبير للأمان الاجتماعي جراء تراجع الدولة في الحياة الاقتصادية بسبب الفلسفة الاقتصادية الليبرالية إلى اجتاحت العالم بداية من سبعينيات القرن الماضي ما أدت إلى تدهور في مجال تأمين الحاجات الأساسية كالتأمين، والسكن، والصحة والتعليم.
- التلوث البيئي الرهيب وتكلفته الاقتصادية والاجتماعية الباهضة التي تتكبدها الدول المتخلفة جراء قيام الدول المتقدمة بإعادة توطين المشاريع الملوثة للبيئة وترحيلها إلى الدول المتخلفة تحت غطاء جلب الاستثمار الأجنبي المباشر. ففي حين قررت ألمانيا وفرنسا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية غلق مراكز البحث النووية إلى أجل أقصاه سنة 2050 حفاظا على سلامة مواطنيها من الإشعاعات النووية، هاهي تتسارع لمساعدة دول الخليج في إنشاء مراكز البحث النووي على أقاليمها.

- التنمية الاقتصادية هي وضع مثالي لم تصل إليه أي دولة، كما قال الاقتصادي "كيم" من جامعة كارولينا الأمريكية " لا يوجد على ظهر الأرض مجتمع بلغ التنمية، فالدنيا كلها لازالت متخلفة طالما التنمية هي وضع مثالي، وبالتالي فمصطلح – مجتمع نامي – مصطلح خاطئ، فالمجتمعات يمكن فقط أن يقارن ببعضها البعض فيما يتعلق بالمتغيرات أو الخصائص البنائية التي تحدد درجة مرونتها البنائية، وعلى أساس هذه المرونة يمكن تسميتها أو تقسيمها على مجتمعات أكثر أو أقل تقدما في عملية التنمية"[1]. ففي الولايات المتحدة الأمريكية، وهي أغنى دولة في العالم، أحصى مكتب الإحصاء القومي 36,5 مليون فقير سنة 2006 (بنسبة 12,6% من مجموع السكان)، 16 مليون منهم يعيشون تحت فقر مدقع بدخل يقل عن 5,080 دولار

[1]- فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسيا في الوطن العربي،(عمان: دار أيلة للنشر والتوزيع،2008)،64.

للفرد، و47 مليون لا يتمتعون بالحق الرعاية الصحية[1]. وأضحت البطالة صفة لصيقة بخصائص الهيكل الاقتصادي المعاصر، ففي أمريكا واليابان يتواجد أكثر من 35 مليون عاطل عن العمل بنسبة 16% من قوة العمل فيهما.

ونشير في هذا المقام ونحن نتكلم عن التنمية الاقتصادية إلى الخلط الذي يقع فيه الكثير بين مصطلحي: التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي. فمفهوم النمو الاقتصادي ينصرف إلى تلك الزيادة الحاصلة في إنتاج السلع والخدمات النهائية من طرف الوحدات المقيمة خلال فترة زمنية معينة، فهو مفهوم وهدف اقتصادي كمي بحت يعكس الزيادة في الإنتاج بغض النظر عن مصدر هذه الزيادة ودور عناصر الإنتاج فيها، بيد أن التنمية ظاهرة كيفية أكثر منها كمية تحمل معنى أوسع يشمل الأبعاد الأخرى لعملية النمو الاقتصادي كالأبعاد الإنسانية والاجتماعية والثقافية. فنجاح أي سياسة تنموية إنما يتوقف على رفاهية وسعادة الإنسان الذي يعد المحور المركزي لأي عملية تنموية، بينما قد يكون المحور الأساسي لعملية النمو الاقتصادي مورد طبيعي أو إمكانية تقنية أو ميزة جغرافية ويدور معها وجودا وعدما وهو بذلك يفتقد صفة الديمومة أو الاستدامة. وعليه يمكن أن نفرق بين النمو والتنمية في النقاط التالية:

- النمو الاقتصادي يشير إلى مجرد الزيادة الكمية في الإنتاج الذي لا يمتزج معها بالضرورة حدوث تغيرات هيكلية اقتصادية واجتماعية وسياسية، أما التنمية الاقتصادية فهي عملية مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد لوازمها مصحوبة بالحصول تغيرات في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والمؤسساتية والعلاقات الخارجية. ويفهم من هذا أن التنمية تعد سببا ونتيجة للنمو الاقتصادي، فالتغيرات الهيكلية تعد شرطا ضروريا لظهور النمو وتعميمه وتعميقه، والنمو يحدث في الأجل الطويل تغيرات هيكلية في البنيان الاقتصادي في ظل كفاءة وعدالة النظام الاقتصادي. ونشير أن وجود نمو اقتصادي لا يعني بالضرورة تحقق تنمية اقتصادية، بل إن الواقع اليوم يكشف عن تناقضات خطيرة بين علاقة النمو والتنمية[2].
- النمو الاقتصادي يتحقق بطريقة عفوية وتلقائية في ظل وجود موارد اقتصادية معينة، بينما تتطلب التنمية تخطيط وادراة لمخرجات النمو الاقتصادي في تحديث قاعدة إنتاجية متينة وتوسيعها في الأجل الطويل، وإعداد الكوادر البشرية وتحسين الخدمات الاجتماعية وفق سياسة معينة تستلهم برامجها من مبادئ وأفكار مجتمع تلك الدولة، حيث يري الاقتصادي "يوسف الصايع" أن النمو قد يتحقق ضمن دورة الحياة الاقتصادية العادية بمعطياتها القائمة ضمن وضع ساكن وأفق زمني قصير، في حين أن التنمية تتحقق بفضل

---

[1]- على حسن باكير، الفقر في أمريكا: أرقام وشواهد، كتبها يوم 20أكتوبر2007، تاريخ الإطلاع:07.06.2011، www.alibakeer.maktoobblog.com

[2]- لمزيد التفصيل حول علاقة التنمية بالنمو الاقتصادي، أنظر: كميل حبيب وحازم البنى، من النمو والتنمية إلى العولمة والغات،(طرابلس: المؤسسة الحديثة للكتاب،2000)، 20-21.

تغيرات إيجابية واسعة تخرج عن حلقة دورة الحياة الاقتصادية القائمة إلى حلقة أرفع في لولب تطور المجتمع ضمن وضع حركي وافق زمني طويل[1].

المطلب الثاني: أهمية أسواق الأوراق المالية للتنمية الاقتصادية

الفرع الأول: اتجاه العلاقة بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية

لا يختلف اثنان على أهمية المال في عملية التنمية الاقتصادية، فبه تشيد المباني والطرقات والمستشفيات والمدارس، وبه تقتنى الأجهزة والآلات والسلع والخدمات التي نعجز عن تصنيعها محليا، وعن طريقه يتدرب الكوادر ويتوعى الناس من اجل الحفاظ على مكتسبات التنمية المحققة، ومن هنا احتلت قضية تمويل التنمية أهمية كبيرة لدى صناع السياسات الاقتصادية باعتبار تعدد طرائقها ومسالكها. ومع ذلك لم تحظى أهمية النقد والمال في تعزيز التنمية الاقتصادية بمزيد اهتمام إلا في السنوات الأخيرة، ففي كنف أفكار المدرسة الكينزية القائمة على الادخار القسري خلال الخمسينيات وستينيات القرن الماضي تم التغاضي إلى حد كبير عن أهمية المال في تذليل عقبات التنمية الاقتصادية، حيث اتبعت غالبية الدول النامية سياسة الكبت المالي التي اتسمت بانخفاض أسعار الفائدة الاسمية وارتفاع معدلات التضخم ما أدى إلى انخفاض شديد في أسعار الفائدة الحقيقية التي كانت السبب الأساسي للتخلف المالي. ومع مطلع السبعينيات تراجعت أفكار مدرسة التقييد المالي وحلت محلها مدرسة التحرير المالي التي فتحت المجال لتعدد مصادر حصول على المال، ودفعت بالأسواق المالية إلى التكامل فيما بينها، وشجعت المنافسة وعززت بشكل ملحوظ كفاءة النظام المالي العالمي[2]. ومنذ ذلك الحين احتلت دراسة اتجاه العلاقة السببية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية حيزا هاما من الدراسة والتي انقسمت حولها تفسيرات الاقتصاديين إلى ثلاثة اتجاهات مختلفة، والمتمثلة في:

أولا- منهج التطور المالي المؤدي إلى التنمية الاقتصادية

تجد هذا الاتجاه جذوره في كتابات الاقتصاديين "Bagehot" سنة 1873 و"Shumpeter" سنة 1912 اللذان أكدا على أهمية البنوك التجارية في النمو الاقتصادي. وتعتبر دراستي كل من "Mackinnon" و"Shaw" سنة 1973 من أولى الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطورات المالية في النمو الاقتصادي، فقد وجدا أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المصرفي تقيد كمية وإنتاجية الاستثمارات وبالتالي تقيد النمو الاقتصادي وتقود إلى التضخم وعدم استقرار الأسعار[3]. ويرى"Spellman" في دراسة أجراها سنة 1982 أن وجود نظام مالي قوي يتضمن أدوات مالية وسيطية متطورة يؤدي إلى أثار

---

[1]- يوسف الصايغ، التنمية العربية والمثلث الحرج، في: التنمية العربية: الواقع الراهن والمستقبل، العدد 34، (القاهرة: مركز دراسات الوحدة العربية، 2001)، 67.

[2]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، تطوير الأسواق المالية وإصلاح مؤسساتها، (نيويورك: الأمانة العامة للأمم المتحدة،2005)،01.

[3]- خالد بن محمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز، المجلد 18، العدد 01، (الرياض: جامعة الملك بن عبد العزيز، 2004)،05.

مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد تنعكس في انتقال منحنى إمكانات الإنتاج إلى اليمين بسبب التغير في الموارد الكلية أو في حسن استغلال تلك الموارد[1]. كما تبين الدراسات العملية التي قام بها كل من King و Levine سنة 1993 والتي شملت 77 دولة خلال الفترة 1960-1989 إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين المؤشرات المالية والتنمية إذ أن زيادة العمق التمويلي في الدول الأقل نموا بـ 0.2 يؤدي إلى زيادة متوسط دخل الفرد بنقطة مئوية سنويا[2].

وأشارت بعض الدراسات، على غرار دراسة Levine سنة 2004، أن تنمية وتطوير النظم المالية يقود إلى التنمية الاقتصادية من خلال خمس وظائف، وهي: أولا، الوساطة المالية تعبئ المدخرات وتجمعها وتعزز تحسين تخصيص الموارد حيث أنها تتيح استغلال وفرات الحجم والتغلب على العناصر غير القابلة للتقسيم في مجال الاستثمار. ثانيا، تيسر الأسواق المالية الاتجار وتنويع وإدارة المخاطر وهذا ما يدفع إلى التحول نحو مجموعة من المشاريع الأعلى عائدا ومن ثم تعزيز النمو الاقتصادي. ثالثا، تقليل تكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بفرص الاستثمار ما يفضي إلى تحسين توزيع رؤوس الأموال. رابعا، كفاءة الوساطة المالية تساهم في عملية رصد الأنشطة الاستثمارية وتعزيز إدارة الشركات. وأخيرا، تيسر النظم المالية تبادل السلع والخدمات بتخفيض تكاليف المعاملات[3].

ثانيا- منهج التنمية الاقتصادية المؤدي إلى التنمية المالية

يذهب أصحاب هذا المنهج إلى أن التنمية المالية هي ناتج فرعي للنمو في الجانب الفعلي للاقتصاد الذي تحكمه مجموعة من العوامل. ويصور "Joan Robinson" هذه العلاقة بقولها" عندما تقوم المشاريع يتبعها المال"[4]. وتعتبر دراسة " Goldsmith" سنة 1969 من أهم المساهمات التطبيقية التي دعمت الأساس النظري القائل بتبعية التطور المالي للتطور الاقتصادي، حيث أنه في حوالي 35 دولة نامية ومتقدمة تتجه المؤشرات المالية للزيادة مع نمو الدخل والثروة. فالنمو الاقتصادي وزيادة الدخول سوف تنشئ ضغطا على العديد من المؤسسات المالية لتحسين خدماتها وتحديث أدواتها وتعزيز ترتيباتها المالية ما يؤدي إلى تطوير وتحفيز البنية الأساسية للنظام المالي للدولة بكل مكوناتها كما تشير إلى ذلك أبحاث كل من Robins وRomer سنة 1990، وCapasso سنة 2006[5].

ثالثا- منهج التنمية العكسية أو التبادلية

1- الصفحة أعلاه.

2- وليد عبد مولاه، دور القطاع التمويلي في التنمية، سلسلة جسر التنمية، العدد 85، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)، 05-06.

3- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الاتجاهات الاقتصادية وآثارها: سلوكيات القطاع المصرفي وكفاءته في مجال الإقراض في بلدان مختارة أعضاء في الاسكوا، العدد الثالث، (نيويورك: الأمم المتحدة، 2005)، 06-07.

4- المرجع السابق، 07.

5- فخري الدين الفقي، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، 03.

يعكس هذا الاتجاه وجود تأثير متبادل بين كل من التنمية المالية والتنمية الاقتصادية، حيث يري كل من Grenoud & Smith وHarrison & Sousman وZeira في أبحاثهم سنة 1999 أن التنمية المالية والتنمية الاقتصادية قد يسببان بالتبادل وجود أثر كل منهما للأخر إذ أن التنمية المالية تكون محددا أساسيا للنمو الاقتصادي الحقيقي في المراحل الأولى للتنمية، بينما في المراحل الأخيرة تتبع التنمية المالية أساسا النمو الفعلي[1]. ومع قناعتنا بوجود تأثير متبادل بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية، فان البحث عن جدية هذا التأثير لا تتم إلا من خلال روابط وسيطية كما تبينه العلاقة التالية:

السياسة المالية ⟵ الهيكل المالي(المؤسسات والأسواق) ⟵ الوظائف المالية(الخدمات المالية) ⟵ النمو الاقتصادي.

الفرع الثاني: نتائج أهم الدراسات المتعلقة بدور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

لقد تناول جزء كبير من دراسات الباحثين علاقة التنمية المالية بالتنمية الاقتصادية من خلال التركيز على دور القطاع المصرفي في تعزيز النمو الاقتصادي ومن ثم التنمية، ولم تنل أسواق الأوراق المالية نصيبها من تلك الدراسات إلا في العقود الأخيرة. وقد تم تناول، في الفصل الأول، وظائف سوق الأوراق المالية، واتضح من خلاله مدى حاجة التنمية الاقتصادية التي تعتمد على رؤوس الأموال طويلة المدى لأسواق الأوراق المالية بشقيها الأولية والثانوية. وفي الحقيقة أن آثار أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة لا يمكن قياسها على المدى القصير، وإنما تتعدى أدوارها إلى المدى البعيد لتساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية خاصة في مراحلها الأولى أين تحتاج فيها الدول النامية إلى تمويلات طويلة الأجل. وزيادة على ما تم ذكره من وظائف، يمكن الإشارة إلى وظائف أخرى تحدثها هذه الأسواق وتؤثر من خلالها في تحسين واستقرار المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومن تلك المساهمات التنموية نذكر مايلي:

- زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية كقناة لتعبئة المدخرات وتحريكها نحو الاستمارات المنتجة وبشكل مستمر إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي وما يستتبع ذلك من حدوث موجات تفاؤل بشأن الأوضاع المستقبلية ما يزيد من حركة التعامل في أسواق الأوراق المالية فيزيد الطلب على أدواتها وترتفع أسعارها، فيؤدي هذا إلى مزيد من الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركات.
- تسهم أسواق الأوراق المالية في علاج المديونية الخارجية، حيث تستقطب أسواق الأوراق المالية المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا وهي بذلك تجنب الوحدات الاقتصادية من مشاكل الاستدانة الخارجية وما يترتب عنها من زيادة أعباء مدفوعات خدمات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، إضافة إلى الارتياح النفسي الذي يحصل لدى المستثمرين المحليين عند مشاركة المستثمرين الأجنبيين في تحمل

[1]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الاتجاهات الاقتصادية وأثارها، مرجع سبق ذكره، 08.

المخاطر. وفي إطار الجهود التي تبذل لحل مشكلة الديون الخارجية للدول النامية فقد ابتكرت البنوك من خلال أسواق الأوراق المالية أداة حديثة بديلة للتمويل في السوق المالي الدولي، وهي ما يطلق عليها مبادلة الدين بالأسهم حيث يتسنى من خلالها للمستثمرين المقيمين والأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج والتي يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية متفق عليها. وهذا ما ترتب عنه قيام البنوك التجارية الأجنبية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية حين وافق البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سنة 1987 السماح للبنوك التجارية الأمريكية بالاشتراك بديونها بنسبة 100% في رأس مال شركات اقتصادية في أكثر من 33 دولة مدينة في العالم الثالث[1].

- تساعد أسواق الأوراق المالية على استعادة راس المال الهارب، حيث أن وجود أسواق أوراق مالية يقلل من فرص هروب أسواق الأوراق المالية للخارج كونها مجال لعرض مجموعة من البدائل الاستثمارية أمام المستثمرين المحليين والدوليين لتشكيل وتكوين محافظ للأوراق المالية وفق تفضيلاتهم لمعدلات العائد والمخاطرة. ومن ثم فان غياب سوق فعالة للأوراق المالية وفساد المناخ الاستثماري يعد من أهم أسباب هجرة رؤوس الأموال من الدول النامية إلى الدول المتقدمة كتلك الأموال الهاربة من أمريكا الجنوبية سنة 1973 والتي قدرت قيمتها بـ 151 مليار دولار أمريكي، وما ترتب على ذلك من انتشار اللايقين والخوف في أوساط المستثمرين بشأن الأوضاع المستقبلية. وفي مقابل ذلك، تمكنت أسواق الأوراق المالية الصاعدة التي تتمتع بقدر من المرونة من استرداد جزء من الأموال الهاربة خاصة تلك الباحثة عن معدلات عوائد أعلى. فمثلا حين أقدمت الحكومة الكولومبية بإصدار سندات قابلة للتداول في الأسواق العالمية وقابلة للاستبدال مع سندات الدين العام الكولومبية المستحقة بقيمتها الاسمية ترتب عليه استفادة الأموال الهاربة من خصم على الدين العام الخارجي الكولومبي الذي بلغت نسبتها 12% من قيمته الاسمية ما أدى إلى انخفاض اجمالي ديونها الخارجية ومن ثم انخفاض أعباء خدمة الدين[2].

- تساهم سوق الأوراق المالية النشطة من زيادة المعروض النقدي من العملة الأجنبية وتخفيف الضغوط المستمرة التي تتعرض لها العملة الوطنية الشيء الذي يزيد من قوتها الشرائية كما في حالة إتباع نظم سعر الصرف المرن. كما تسمح هذه الأسواق بتدعيم الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال شراء أو استحواذ الشركات العالمية على مشاريع البنية التحتية التي تتسم بكثافة رأس المال والتكنولوجيا[3].

---

[1]- عمر محمد عثمان صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية الصاعدة في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 11، (القاهرة: جامعة عين شمس،2005)، 1105-1106.

[2]- المرجع السابق،1108.

[3]- فخر الدين الفقي، مرجع سبق ذكره،11.

- تساهم أسواق الأوراق المالية من تخفيف حدة التقلبات الاقتصادية، حيث أن المتعاملين في الأوراق المالية خاصة المؤسسيين منهم يمتنعون عن بيع الأصول المالية إذا كانت أسعارها في حدها الأدنى، كما يمتنعون عن شرائها إذا بلغت أسعارها حدودها القصوى رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية وهذا من شأنه أن يقلل الهوة بين ذروة الرواج وذروة الكساد في الدورة الاقتصادية مما يحقق الاستقرار الاقتصادي للدولة.

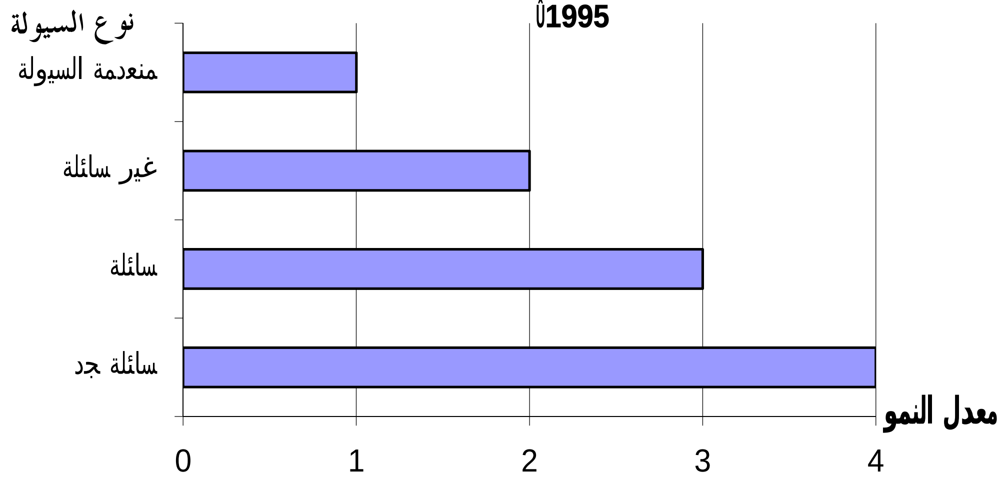
وإن سلمنا نظريا أنه لأسواق الأوراق المالية دورا في تعزيز التنمية الاقتصادية، فهل نجد لهذه العلاقة تبريرا وتأكيدا على أرض الواقع؟ هناك من الدراسات التطبيقية، مع قلتها، التي أجريت على علاقة أداء أسواق الأوراق المالية بالتنمية الاقتصادية والتي كشفت عن تضارب في النتائج. من اشهر هذه الدراسات دراسةLevine and Zeros سنة 1998 اللذان قاما بتفسير العلاقة الموجودة بين أداء أسواق الأوراق المالية والقطاع البنكي والنمو الاقتصادي* لـ 49 دولة في الفترة 1976- 1993. وقد توصلا الباحثان إلى أن المستوى الابتدائي لسيولة سوق أسواق الأوراق المالية ذو معنوية إحصائية للنمو الاقتصادي طويل الأجل، ولتراكم راس المال ولنمو الإنتاجية في سنوات الدراسة إذ أن إمكانية نقل ملكية الأوراق المالية بين المتعاملين سوف يعمل على استقرار العملية الإنتاجية وديمومتها[1]. وانفرد "Levine" بدراسة تضمنت علاقة سيولة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي لـ 38 دولة تباينت فيها مستويات السيولة خلال الفترة 1976- 1995، وانتهت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن الأسواق التي تمتعت بسيولة أكبر سنة 1976 هي التي حققت نموا سريعا خلال الفترة 1976- 2003 حسب ما يوضحه الشكل التالي.

---

* استخدما الباحثان معيار سيولة أسواق الأوراق المالية من خلال مؤشرين، هما: معدل قيمة التداول، ومعدل دوران السهم. كما استخدما متوسط دخل الفرد، ومعدل نمو مخزون راس المال وإجمالي نمو الإنتاجية للدلالة على النمو الاقتصادي.

[1]- وليد عبد مولاه، مرجع سبق ذكره،05-06.

الشكل رقم 13: متوسط معدل نمو الناتج المحلي في بلدان ذات درجة متباينة السيولة خلال الفترة 1976-1995



المصدر: روز ليفين، أسواق الأوراق المالية: دفعة قوية للنمو الاقتصادي، مجلة التمويل والتنمية، العدد 3،(واشنطون: صندوق النقد الدولي،1997)، 08.

وعززت هذه النتيجة تلك الدراسة الحديثة تحت عنوان" تنمية الأسواق المالية والنمو الاقتصادي" التي قام بها كل من Caporal, Howells and Soliaman سنة 2004 على عينة مكونة من سبعة دول، وهي: الأرجنتين، والشيلى، وكوريا الجنوبية، وماليزيا، والفيليبين، والبرتغال واليونان. انتهت الدراسة إلى أن إقامة سوق أوراق مالية متطورة يمكن من تحفيز معدلات النمو طويلة الأجل. كما خلصت الدراسة التي قامت بها Assly سنة 1996 أن الشركة التي تتمكن من الوصول إلى سوق أوراق مالية متطورة تنمو بصورة أسرع من تلك التي لا تتوفر لها فرصة الوصول إلى السوق.

في حين يرى كل من Lloyd وCalamanti أن لأسواق الأوراق المالية دورا هزيلا ومحدودا فيما يتعلق بنشاط السوق الأولي وخاصة زيادة رؤوس أموال الشركات في دراسة أجريت على بعض الدول النامية وهي المغرب وتونس وأبيدجان. وذهبت دراسة Singh سنة 1991 إلى أن تطور أسواق الأوراق المالية قد لا يساهم في دعم النمو الاقتصادي، ويعلل ذلك بالتقلب غير المتوقع لأسعار الأوراق المالية ما يجد صعوبة في اتخاذ القرار. وأن التفاعل بين أسواق الأوراق المالية وأسواق الصرف في حال وقوع اضطرابات قد تجلب عدم الاستقرار الاقتصادي وتقوض النمو الاقتصادي. وأفرزت مجموعة أخرى من الدراسات كتلك التي قام بها الباحثان Roja and Valer سنة 2004 إلى نتائج متضاربة بين الدول الأكثر نموا وتلك الأقل نموا، حيث كان لسوق الأوراق المالية تأثير سلبي بشكل عام في الدول ذات الدخل المنخفض بخلاف الدول ذات الدخل المرتفع[1].

يمكن القول أن مفعول نشاط أسواق الأوراق المالية في تسريع وتيرة التنمية الاقتصادية إنما تتوقف على وجود مجموعة من المحددات، أهمها: وجود تطور في سوق الأوراق المالية نفسها، حدوث تطور في النظام المالي برمته

[1]- وليد عبد مولاه، مرجع سبق ذكره،08.

(وسطاء ماليون، الجهاز المصرفي، والأدوات المالية)، إضافة إلى طبيعة البيئة التي تشتغل فيها أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: مكانة أسواق الأوراق المالية في الهيكل المالي المعاصر

الفرع الأول: مدى اعتماد الشركات على أسواق الأوراق المالية في توفير التمويل

في سنة 1980، قدرت المعاملات المالية الدولية في مجال الأوراق المالية من أسهم وسندات حوالي 5.500 مليار دولار، وارتفعت قيمة تعاملات الأسهم بسبعة أضعاف بين سنتي 1980- 1989، في حين تضاعفت قيمة تعاملات السندات بنحو ثلاثة أضعاف في نفس الفترة[1]. وتشير البيانات إلى ارتفاع قيمة الأسهم المسجلة في البورصات العالمية من 4.7 تريليون دولار إلى 15.2 تريليون دولار خلال الفترة 1995- 2005، وفي نفس الوقت ارتفعت قيمة نسبة الأسهم المسجلة في الأسواق الناشئة من 4% إلى 13%، كما قفزت قيمة التداول في هذه الأسواق من 3% من القيمة الإجمالية في أسواق الأوراق المالية العالمية إلى 17% في نفس الفترة[2].

وتوضح بعض الدراسات أن الاستثمار الأجنبي المباشر يعد المصدر السائد لتدفقات رأس المال الخاص إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة، كما زادت أهمية تدفقات المحفظة المالية في مقابل تراجع تدفقات الديون. وهذا ما أدى بهذه الأسواق إلى إجراء مزيد من الدراسات التي تبحث عن منافع تحرير أسواق الأسهم على النمو الاقتصادي.

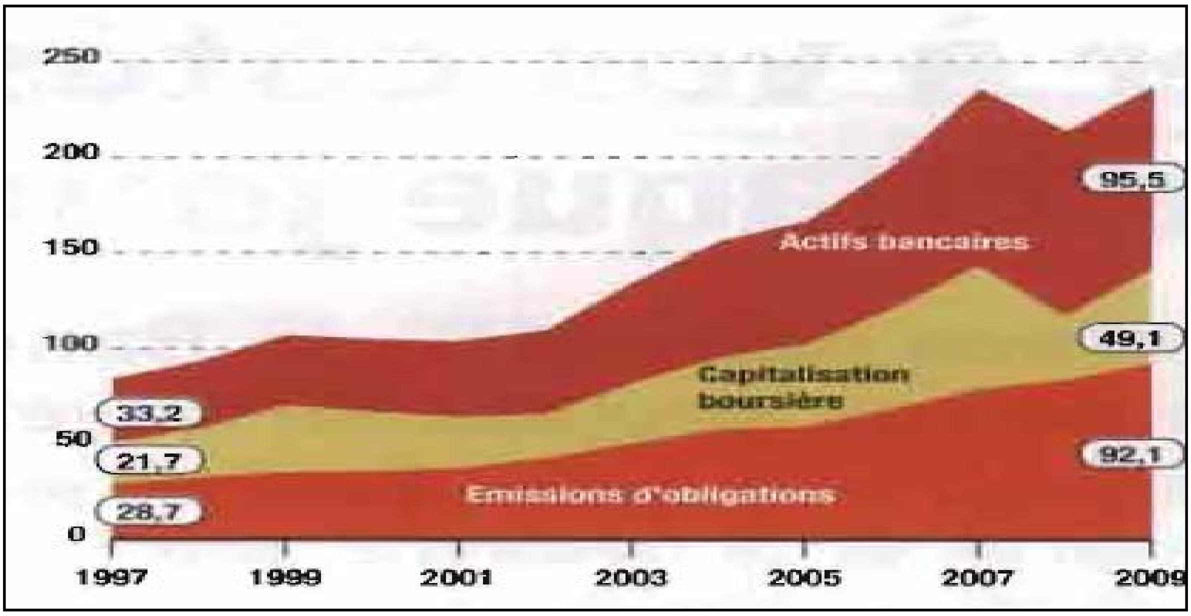
والسؤال الذي يطرح نفسه أنه مع ضخامة المبالغ التي تستقطبها أسواق الأوراق المالية، فما هو وزنها في النظام المالي العالمي المعولم؟ وما نسبتها إلى السيولة العالمية؟

---

[1] - Philip Turner , Capital flows in the 1980s: A Survey of major trends, BIS Economic papers, no:30, (New York: Bank of international settlements,1991), 28-29.

[2] - فخري الدين الفقي، مرجع سبق ذكره،

الشكل رقم 14: موقع سيولة أسواق الأوراق المالية من السيولة المالية العالمية خلال الفترة 1997- 2009 (مليار دولار)



Source : Jacques Adda et autres, <u>Op.Cit</u>, 08.

يبين الشكل السابق أن سوق الأسهم تقل أهمية عن البنوك وسوق السندات في توفير السيولة العالمية، حيث بلغت القيمة السوقية للبورصات العالمية ما يقارب 21.7 مليار دولار سنة 1997 لترتفع إلى 49.1 مليار دولار سنة 2009، في حين بلغت حصيلة إصدار السندات 28.7 مليار سنة 1997 لتنتقل إلى 92.1 مليار سنة 2009. بينما قدرت قيمة الموجودات البنكية بـ 33.2 مليار سنة 1997 لترتفع إلى 95.5 مليار دولار سنة 2009، وهذا ما يثير أكثر من تساؤل حول الاتجاه العام القائل أن أسواق الأسهم تعتبر عصب وقلب النظام المالي المعاصر.

وتشير الاتجاهات المعاصرة للهيكل المالي المعاصر للشركات الإنتاجية في بعض الدول المتقدمة إلى اعتماد هذه الشركات على مصادر متباينة في تمويل مشاريعها، حيث تعتمد الشركات الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية أساسا على التدفقات النقدية الداخلية في حدود ثلثي إلى ثلاثة أرباع التمويل المطلوب للإنفاق، بينما تعتمد الشركات في أوروبا على المصادر الخارجية في تمويل الإنفاق الاستثماري، إذ تشير البيانات المتوفرة عن الفترة 1999- 2003 أن كل من ألمانيا وايطاليا والنمسا تعتمد على البنوك في تدبير احتياجاتها التمويلية في حدود 50%[1]. أما الشركات الصينية فتمول أكثر من نصف احتياجاتها التمويلية الكلية من المصادر الخارجية، ولا سيما الاقتراض المصرفي، حيث أن النمو الاقتصادي السريع جعل الشركات تنمو بدرجة أكبر من

---

[1]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الاتجاهات الاقتصادية وآثارها، <u>مرجع سبق ذكره</u>، 46.

إمكانياتها التمويلية الداخلية[1]. والجدول التالي يبين نوع التمويل المطبق على نطاق العالم ككل للفترة الممتدة بين 1990- 2006.

الجدول رقم 11: التمويل الخارجي لقطاع الأعمال في السوق المالي عن طريق الديون وحقوق الملكية على المستوى العالمي في الفترة 1990- 2006 (مليار دولار أمريكي)

	1990	1995	2000	2006
حجم التمويل الكلي	1508	2790	13489	17882
التمويل بالدين	1376	2547	10827	15487
التمويل بالأسهم العادية	132	242	2662	2395
نسبة التمويل بالدين (%)	91.25	91.33	80.3	87
نسبة التمويل بالأسهم العادية (%)	8.75	8.67	19.7	13

المصدر: أحمد أبو الفتوح الناقة، أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر، في: حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحربي وعبيد الله محمد حمزة عبد الغني، (جدة: مركز النشر العلمي بجامعة الملك عبد العزيز، 2009)، 302.

يتبين من الجدول أعلاه هيمنة التمويل عن طريق الدين، سيما التمويل المصرفي، حيث بلغت متوسط نسبة التمويل عن طريق الدين 84,47% خلال الفترة 1990- 2006، بينما تنخفض نسبة التمويل عن طريق الأسهم العادية إذ سجلت هذه النسبة في المتوسط 12,53% خلال الفترة السابقة.

وسجلت حصيلة الاكتتابات الأولية في العالم سنة 2006 ما يناهز 7.29 تريليون دولار مقابل 1.82 تريليون دولار سنة 1997، وأقل من 400 مليار دولار سنة 1988، أي قدرت نسبة الزيادة في قيمة تمويل أسواق الأوراق المالية للنشاط الاقتصادي بين سنتي 1988و2006 حوالي 18 ضعف وهي نسبة هائلة إذا قورنت بنسبة نمو التجارة والاستثمار والنشاط الاقتصادي على مستوى العالم. إلا أن هذا النشاط المذهل لهذه الأسواق لم يواكب في كل الحالات التغيرات الحاصلة في القطاع الحقيقي إذ أن هذه الزيادات كانت انعكاس لقوة

[1]- أحمد أبو الفتوح الناقة، أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر، في: حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحربي وعبيد الله محمد حمزة عبد الغني، (جدة: مركز النشر العلمي بجامعة الملك عبد العزيز، 2009)،301.

الاتجاه نحو توريق تمويل الشركات وما يتضمنه من إعادة تقسيم القروض المصرفية والمنتجات الأخرى في شكل حزم متجانسة من حيث الأجل وشروط الاسترداد وإعادة إصدارها في صورة أوراق مالية جديدة.

الجدول رقم 12: مصادر التمويل الخارجي للشركات الإنتاجية في أهم الدول الصناعية خلال الفترة 1970- 1985 (%)

	الولايات المتحدة الأمريكية	بريطانيا	فرنسا	ألمانيا	اليابان	كندا
القروض	62	63	71	53	60	28
السندات	30	9	3	3	4	18
الأسهم	2	13	19	6	5	28
أخرى	6	15	7	38	27	26
التمويل بالديون	92	72	74	56	64	46
التمويل المباشر	32	22	22	9	9	46

المصدر: أحمد أبو فتوح الناقة، مرجع سبق ذكره، 309.

من الجدول السابق، يمكن أن نستشف أهم ملامح الهيكل المالي المعاصر ومدى أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تمويل الشركات الإنتاجية من خلال الجدول في النقاط التالية:

- يظل التمويل المصرفي من أكثر مصادر التمويل الخارجي أهمية للشركات الإنتاجية حيث ساهمت القروض في تمويل تلك الشركات بنسبة 62% في الولايات المتحدة الأمريكية، 63% في بريطانيا، 71% في فرنسا، 53% في ألمانيا، 60% في اليابان و28% في كندا. وتشير البيانات أن القروض المصرفية تمثل أكثر من 25 ضعف مساهمة التمويل بالأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، وأكثر من 4,85 مرة في بريطانيا، وحوالي 4,2 مرة في فرنسا، وأكثر من 8,8 مرة في ألمانيا وحوالي 12 مرة في اليابان. ويفهم من هذا أن أسواق الأوراق المالية ليست بتلك الأسواق التي تعتمد عليها الشركات في تدبير احتياجاتها التمويلية، فالشركات الأمريكية قلصت عموما من إصدار الأسهم لتمويل أنشطتها، بل أنها اتجهت لشراء عدد كبير من الأسهم الخاصة بها، فما بين سنتي 1994 و1998 أعادت 144 شركة أمريكية شراء أسهمها بنسبة 0,9% كل سنة مما يعني أن سوق الأوراق المالية أصبح مصدرا سالبا لتمويل الشركات. ولا نعتقد أن الوضعية التمويلية في الدول الأخرى تختلف عن تلك السائدة في الدول سالفة الذكر باعتبار أن كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا من أكثر الدول في العالم التي تعتمد على أسواق الأوراق المالية في تمويل أنشطتها الإنتاجية.
- يؤدي التمويل المباشر من خلال إصدار الأوراق المالية دورا ضئيلا في تمويل أنشطة الشركات الإنتاجية، وتتباين درجة الاعتماد على كل من الأسهم والسندات في تعبئة الموارد المالية بين الدول المتقدمة. ففي

الولايات المتحدة الأمريكية مثلت إصدار السندات نسبة 30% وهي أكبر أهمية من إصدار الأسهم حيث سجلت نسبة 2%، وأثناء سنة 2003 أصدرت الشركات الأمريكية 3763 مليار دولار في شكل سندات وأسهم الممتازة، وحوالي 158 مليار دولار في صورة أسهم عادية وحوالي 41 مليار في صورة صكوك ممتازة غير قابلة للتحويل. ويختلف الأمر في الدول المتقدمة الأخرى حيث إصدار الأسهم يكون أكثر أهمية من إصدار السندات، ففي بريطانيا تقدر نسبة التمويل بالأسهم 13% مقابل 09% للسندات، وفي فرنسا تقدر نسبة التمويل بالأسهم 19% مقابل 03% للسندات. وما يمكن الإشارة إليه أن الشركات الكبيرة ذات الصيت الواسع هي التي باستطاعتها التمويل من أسواق الأوراق المالية، فالشركات الصغيرة وحديثة العهد لا يمكنها الحصول على تمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية، ففي دراسة نشرتها جريدة American Economic Review سنة 1985 خلصت إلى أن الشركات الصغيرة يصعب عليها الحصول على موارد مالية من أسواق الأوراق المالية لوجود عدة أسباب، منها: قلة الخبرة في التعامل مع السوق، عدم المعرفة الكافية بالإجراءات الإدارية والقانونية التي تسبق عملية الإصدار، عزوف الجمهور على شراء الأوراق المصدرة للشركات الصغيرة لضعف الإلمام بنشاط الشركة.

والسؤال الذي يثور في هذا المقام أنه بالرغم من أن تكلفة إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات اقل من تكلفة الحصول على القروض المصرفية وإصدار أدوات الدين قصيرة الأجل كالأوراق التجارية، فلما تعزف الشركات الإنتاجية التمويل من أسواق الأوراق المالية من خلال إصدار الأسهم والسندات؟

الفرع الثاني: العوامل المعيقة لقيام أسواق الأوراق المالية بوظائفها

يكشف الواقع اليوم أن أسواق الأوراق المالية ما عادت تمتلك تلك الآليات التي تعين على تطوير الشركات وتوسيع مشاريعها، بل أن هذه الأسواق أصبحت مثار الكثير من التساؤلات، فما من اضطراب اقتصادي إلا وتحملت هذه الأسواق قسطا وفيرا في حدوثه، ولا تزال مصدر العديد من الأزمات التي عصفت باقتصاديات برمتها، وساهمت في ضياع ثروات ضخمة في وقت قصير، وكانت سببا في وفاة الكثير من المدخرين والمستثمرين، وأدت إلى ثراء عدد من المضاربين من خلال الحصول على أرباح فاحشة دون جهد وعناء. والسبب في ذلك أنها حولت النشاط الاقتصادي من اقتصاد إنتاجي قائم على العمل ورأس المال إلى اقتصاد رمزي يقوم على المضاربة والمقامرة وعلى صعود الأسعار وهبوطها، وهذا ما جعل الكثير من الاقتصاديين يشككون في دورها ويشبهونها بنوادي القمار، بل نعتها بعضهم أنها شر مستطير يجب التخلص منه.

لقد تخللت أسواق الأوراق المالية في ظل انكشافها وانفتاحها مجموعة من السلوكيات والمظاهر كانت السبب الأساسي في إعاقتها عن أداء وظائفها، من أهمها ما يلي:

- هيمنة مجموعة من المحترفين والمحتكرين على مجريات أسواق المال باستخدامهم للحيل والإشاعات وشتى وسائل الخداع والتضليل من أجل التحكم في الأسعار وتحقيق المزيد من الأرباح على حساب صغار المدخرين والمستثمرين للأوراق المالية ما أثر سلبا على نشاط هذه الأسواق. وخير مثال على ذلك ما قام به المضارب العالمي"ليفي كوهين" سنة 1997 حين اكتشف أن بورصة تايلاند تمثل الثغرة التي يمكن من خلالها اختراق اقتصاديات النمور الأسيوية وإلحاق أبلغ الأضرار باقتصاد اليابان باعتبارها أكبر المستثمرين في بورصات النمور الأسيوية. فقام هذا المضارب بشراء أسهم شركات يابانية متعثرة ووثائق صناديق تمويل يابانية مسجلة في بورصة تايلاند بأسعار منخفضة وبشكل متتابع ومتلاحق ومستمر ما ترتب عنه ارتفاع ملحوظ في أسعار الأسهم وموهما بوجود اتجاه صعودي في أسعار هذه الأسهم، وهذا ما دفع بصغار المستثمرين المحليين إلى الاندفاع لشراء هذه الأسهم في ظل ما يسمى بسياسة القطيع، حينها قام كوهين بطرح كل ما لديه من أوراق مالية دفعة واحدة و بيعها بسعر مرتفع، وتحويل حصيلة البيع إلى دولارات والخروج بها من تايلاند إلى بنوك عالمية مخلفة بذلك خسائر فادحة ألحقها بصغار المستثمرين[1].

- سيطرة استراتيجيات المضاربة وما تعكسه من تذبذب في أداء الأسواق، فمع التطور الحاصل في تنظيم أسواق الأوراق المالية تزداد المخاطر المرتبطة بالسيولة العالية التي يوفرها المضاربون بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالات النفسية وليس نتيجة لأي تغيير في الأساسيات الاقتصادية، الأمر الذي قد يسفر عن حدوث تقلبات مفرطة في العوائد وما يتبعه من إضعاف ثقة المتعاملين في السوق وتثبيط حافز المشاركة للمستثمرين الكارهين للمخاطرة.

- تدني الوعي بقواعد الاستثمار السليم لدى غالبية المستثمرين من خلال استمالتهم إلى كيفية الحصول على الربح السريع من دون الإحاطة بمخاطر الاستثمار. وما ساعد على ذلك ثورة المعلومات والإنترنت التي جعلت من البورصة سوقا مفتوحة تدخل البيوت بدون استئذان حتى أضحى عدد المرتادين إلى "البورصة المباشرة" من أطفال ونساء وغيرهم يفوق عدد المتعاملين مع نشاطات البورصة من خلال الوسائط والسماسرة. وتشير الإحصاءات في هذا الصدد، أن عدد المتعاملين مع البورصة عبر الانترنت تجاوز 71% من مجموع المتعاملين سنة 1999، ثمانية مليون منهم يتعاملون مع الشبكة من مكاتبهم، وستة مليون من منازلهم. وتضاعف هذا العدد أربعة مرات سنة 2002، وقد قام الكثير من هؤلاء الاقتراض من البنوك وغيرها للاستثمار في البورصة ما نجم عن ذلك ضياع مدخراتهم واتساع الفوضى وبعث عدم الاستقرار في بورصة الأوراق المالية.

ومن الأحداث الطريفة التي تحكى في هذا السياق، أن أحد السماسرة كان يلمع حذائه عند ماسح الأحذية قبل حدوث أزمة 1929 بعدة أيام، فأخبره ماسح الأحذية أنه اشترى أسهما في بورصة نيويورك، فاندهش

[1]- محسن أحمد الخضيري، أمن الاستثمار في البورصات، (القاهرة: هلا للنشر والتوزيع، 2008)، 66-67.

السمسار وسأله: من أين أتيت بالمال؟ فقال: اقترضته من بنك مانهاتن. فقال له السمسار: ومن دلك على هذا؟ فقال ماسح الأحذية ضاحكا: سيدي كل زملائي من ماسحي الأحذية فعلوا نفس الشيء. عندها سارع السمسار بسحب أمواله من البورصة قبل وقوع الانهيار بعدة أيام.

- عدم تماثل المعلومات بين أطراف التعامل المالي، ويقصد بذلك التوزيع غير المتساوي للمعلومات الناجم عن عدم توفر درجة عالية من الإفصاح والشفافية للمعلومات. فالمقترض أو المصدر للأوراق المالية يمتلك معلومات بشأن الفرص المحتملة ودرجة المخاطر المقترنة بالمشروع والتي قد لا تتوفر لدى المقرض أو المساهم. وهذا ما يدفع إلى بروز مشكلتين هامتين تحول دون الاستخدام الأمثل للموارد المالية، تظهر المشكلة الأولى قبل إتمام العملية المالية وتسمى بمشكلة الاختيار العكسي. والمشكلة الثانية تنشأ بعد إتمام العملية المالية وتسمى بالمخاطر المعنوية[1].

- **الاختيار العكسي**: وتحدث هذه المشكلة في سوق الأوراق المالية عندما يكون المقترضون أو المصدرون للأوراق المالية هم الأكثر احتمالا أن يحققوا نتائج غير مرغوبة، لأن اختياراتهم تتميز بمخاطر ائتمانية عالية، ومن ثم تجدهم الأكثر نشاطا في البحث عن قرض أو مساهمة ما يجعلهم الأكثر احتمالا أن يقع عليهم الاختيار. وهذا ما يدفع بالمقرضين والمساهمين ألا يمنحوا أموالهم رغم وجود مقترضين ومصدرين يتميزون بمراكز مالية جيدة.
- **المخاطر المعنوية**: تنشأ هذه المخاطر من تصرفات المتعاملين الاقتصاديين الهادفة لتعظيم منفعتهم الخاصة على حساب الآخرين من خلال عدم تحملهم جميع الآثار والمخاطر بسبب حالات عدم التأكد. ويشهد أدم سميث في كتابه ثروة الأمم لهذه المخاطر حينما يقول" إن مديري الشركات باعتبارهم يديرون أموال الغير أكثر من أموالهم الخاصة، فمن غير المتوقع أن يحرصوا عليها نفس حرصهم على أموالهم. ويمكن أن نلاحظ هنالك نوعا من الإهمال والتبديد في إدارة شؤون الشركة". وعليه قد يفضي توظيف الأموال إلى نتائج تجعل من الأكثر احتمالا ألا يتم إعادة سداد القرض أو استرداد المساهمات.

ويقود الاختلال في امتلاك المعلومات بين المتعاملين إلى مشكلة "الرداءة" التي تجعل أسواق الأوراق المالية غير فعالة في ضخ الأرصدة التمويلية من المدخرين إلى وحدات العجز المالي، كما عبر على ذلك الاقتصادي الروسي "Akerlof" سنة 1970 حين عبر على سلوك البائع والمشترى في سوق السيارات المستخدمة*. ويحصل ذلك من خلال صعوبة التمييز بين الشركات الرديئة التي يتوقع أن تحقق أرباحا ضعيفة وتحدق بها مخاطر عالية وبين الشركات الجيدة التي لها أرباح متوقعة مرتفعة ومخاطر منخفضة، ومن ثم سيقبلون المستثمرون بدفع السعر الذي

---

[1]- وليم عاطف أندراوس، آليات سوق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، 187- 188.

* لمزيد من التفصيل، أنظر: رفيق يونس محمود المصري، الاقتصاد والأخلاق، (دمشق: دار القلم، 2007)، 104- 106.

يعكس النوعية المتوسطة للشركات المصدرة للأوراق المالية. في حين أن الشركات الجيدة المقبلة على الإصدار ترى أن أوراقها المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فيحصل عدم توافق بين السعر الذي يرغب دفعه المستثمر لحيازة الأوراق المالية للشركات الجيدة وبين السعر الذي تراه الشركات مناسبا لأوراقها المالية، فتخلو السوق من إصدار الأوراق المالية الجيدة وتفسح المجال للشركات الرديئة لبيع أوراقها المالية لعلمها بأن القيمة السوقية لا تعكس حقيقة القيمة الحقيقية لإصداراتها. إلا أن المستثمر لا يرغب في شراء الأوراق المالية للشركات الرديئة، ومحصلة كل ذلك أن أسواق الأوراق المالية لن تعمل بطريقة جيدة لان عدد قليل جدا من الشركات سوف تبيع أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية لتعبئة رأس المال، وبالتالي سيكون عرض وطلب الأسهم والسندات ضئيلا في سوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثاني

لقد فتحت أسواق الأوراق المالية مجالا واسعا لاستقطاب الموارد المالية ووضعها في خدمة التنمية الاقتصادية التي تنصرف إلى تحسين البيئة المحيطة بالإنسان بمختلف أبعادها حتى تجعل منه جزءا فاعلا فيها محركا لها. وهكذا يتدفق المال في هذا الفضاء التمويلي ذو المحطات المتتابعة ليحول ذلك المال غير المنتج إلى مال منتج يدر أرباحا على أطياف واسعة من المتعاملين. ففوائد أسواق الأوراق المالية لا يمكن حصرها بحال من الأحوال في جانب معين وفي اجل محدد، لكن تتأتى هذه الفوائد والمزايا في وجود مجموعة من القيود الحسية والمعنوية. فالتحرر المالي غير المنضبط قد يحول أدوار هذه الأسواق من ايجابية إلى سلبية من خلال السماح لرؤوس الأموال الساخنة الدولية بالعبث بخيرات البلاد ، والتساهل مع الشركات في الإفصاح عن نتائجها بعيدا عن التحقق من صحتها قد يلحق غبنا كبيرا للمستثمرين عند بناء قراراتهم الاستثمارية ما يفتح المجال واسعا لأعمال المضاربة ويقوض الثقة بين المتعاملين في هذه السوق.

وفي ظل التغيرات المتسارعة والمتلاحقة التي عرفها العالم في رحاب العولمة المالية من تطور تكنولوجي رهيب، لم يعرف العالم له مثيل من قبل، والتحرر المالي والتجديدات المالية التي عكست تدفقات هائلة لرؤوس الأموال بين الأقاليم فنتج عن ذلك اقتصادا عالميا معولما يختلف تماما عن ما كان عليه قبل السبعينات، اقتصادا كما عبر عليه الاقتصادي " رمزي زكي" اقتصادا رمزيا تتحكم فيه المؤشرات والإشارات والرموز يجسد تفاقم الفجوة بين الأنشطة المالية والاقتصاد الحقيقي. فلم تعد العولمة المالية بذلك محصلة عملية التحرير الاقتصادي واسعة النطاق، بل أضحت كمرحلة من مراحل تطور الاقتصاد الرأسمالي تعبر في الحقيقة عن مبدأ الفردانية الذي أصبح يحكم العالم في السنوات الأخيرة والمتجسد في غلبة أصحاب راس المال المالي على أصحاب القرار السياسي، فشخصيات من أمثال "جورج ساروس" و"بيل قايت" و"بافيت" أصبحت من أكثر الوجوه جلبا للأنظار وتأثيرا على مجريات الأحداث الاقتصادية في العالم. هذا التفوق الذي تجسده المؤسسات المالية القوية مثل صناديق التحوط وصناديق التقاعد يتجلى أساسا في فرض منطق الربح السريع من خلال المراهنة والمضاربة على أسعار الأصول المالية

ولا يفهم من كلامنا هذا خلو العولمة المالية من ايجابيات، بل سمحت بتحرير الادخار وانتقاله إلى الدول التي تعاني من العجز، وأتيحت للشركات مصادر تمويلية متنوعة أكثر مرونة وأقل تكلفة ومخاطرة، إلا أن الشركات الكبيرة والمتعددة الجنسيات هي التي استفادت من هذه المزايا دون غيرها، وهذا ما يثير تساؤلا عن مدى كفاءة النظام المالي العالمي في ظل العولمة المالية في تحقيق الفعالية التوزيعية.

وعلى اثر ذلك أصبحت أسواق الأوراق المالية في عالم اليوم مصدر الأزمات التي أصبحت سمة لصيقة بالنظام الرأسمالي، وهذا ما جعلها من أكثر الأجهزة المالية خضوعا للإجراءات التنظيمية والرقابية بغية الرفع من كفاءتها وحمايتها من الصدمات الخارجية. وبالرغم من تلك العناية التي لاقتها هذه الأسواق خصوصا في الدول

المتقدمة، إلا أن مساهمتها في إحداث التنمية يعد ضعيفا نتيجة بروز مجموعة من العوامل والسلوكيات أفقدتها وظيفتها وكفاءتها. ومدار هذه الفاعلية والكفاءة تتوقف على الواقع الاقتصادي والاجتماعي والسياسي والثقافي للدول نفسها، فلا نتوقع الازدهار لسوق الأوراق المالية في مجتمع يعاني اختلالات اقتصادية هيكلية تقوض ثقة المواطن في محيطة الاقتصادي، كما لا نتوقع النجاح لسوق الأوراق المالية لمجتمع يعاني من بطالة وفقر مدقع ونسبة أمية عالية. وعليه فان إصلاح الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية وإطلاق الحرية السياسية والاستثمار في رأس المال البشري يعد أول مرحلة لبناء أسواق أوراق مالية قادرة على القيام بأدوارها على أحسن وجه، والحكم بعد ذلك على مدى فاعليتها وكفاءتها.

ومن هنا يثور تساؤل هام، وهو: هل وفرت دول مجلس التعاون الخليجي ذات الفضاء المناسب لتمكين أسواق الأوراق المالية من لعب أدوارها والمساهمة في دعم التنمية الاقتصادية؟ هذا ما سوف نتعرف عليه في الفصل التالي.

ƤJlɌJI ǨdžǞJI

ةǿJlلما ǟlʒƿȁl ǟlǸƽǫ ǚȧlƿ

ǯƿlعǭJI 5ǫɩم ǧƿY Ǽə

ǼɩǿǫUJI

تتشابه دول مجلس التعاون الخليجي (يشمل مجلس التعاون الخليجي الدول التالية: العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر، عمان والبحرين) منذ القدم في الدين والعادات والتقاليد والتراث الحضاري ومصادر الدخل الذي كان شحيحا في السابق حيث كان السكان آنذاك يمارسون الزراعة والرعي وصيد الأسماك، ويجوبون أعماق الخليج بحثا عن اللؤلؤ الذي كان من أهم مصادر الدخل، إضافة إلى احتراف فئة قليلة منهم للتجارة. وتبعا لهذا الوضع فقد كانت نسبة التعليم متدنية والحالة الصحية متدهورة بين سكان المنطقة إلى حين اكتشاف النفط الذي حول اقتصاديات هذه الدول من اقتصاديات بدائية إلى اقتصاديات متطورة تتشابك فيها النشاطات الاقتصادية المختلفة ما انعكس إيجابا على مستوى معيشة السكان ورفاهيتهم*.

تبلغ المساحة الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي 2.673.000 كلم^2 محتلة موقعا متميزا حيث تتوسط قارات آسيا وأوروبا وإفريقيا، ومشكلة نقطة اتصال بحري وبري وجوي بين دول العالم حيث تقع هذه الدول في الجزء الجنوبي من قارة آسيا، وتحتل معظم شبه الجزيرة العربية. يحدها من الشرق خليج عمان والخليج العربي، ومن الغرب البحر الأحمر، ومن الشمال العراق والأردن، ومن الجنوب الجمهورية اليمنية وبحر العرب. وما زاد من الأهمية الإستراتيجية لدول مجلس التعاون الخليجي مواردها النفطية وامتلاكها لأكبر احتياطي بترولي في العالم والمقدر بحوالي 40% ، وما نسبته 17% من احتياطي الغاز العالمي.

وباشرت دول مجلس التعاون الخليجي إصلاحات اقتصادية واجتماعية منذ ستينيات وسبعينيات القرن الماضي، وتبوأت قضية إنشاء أسواق الأوراق المالية وإصلاحها مكانة هامة في دعم جهود الإصلاحات الاقتصادية والتنمية خاصة بعد إعطاء القطاع الخاص دورا هاما في النشاط الاقتصادي.

ونحاول في هذا الفصل إبراز أهم التطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية الخليجية، ومدى مساهمتها في تعزيز التنمية الاقتصادية من خلال العناصر التالية :

- دراسة واقع الاقتصاد الخليجي.
- نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية الخليجية.
- تحليل وتقييم أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية.

المبحث الأول: واقع الاقتصاديات الخليجية وتطور أسواق الأوراق المالية فيها

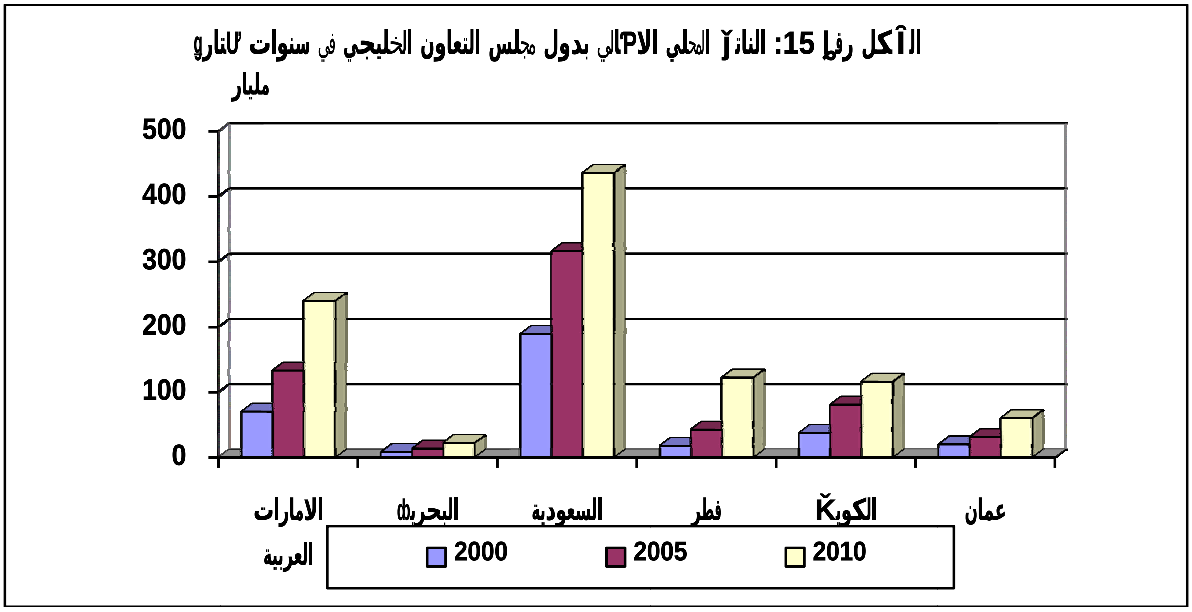
* أول دولة أكتشف فيها النفط في المنطقة هي البحرين وكان ذلك سنة 1934، وتم تصديره سنة 1935. وفي السعودية تم اكتشاف النفط سنة 1938، وفي الكويت تم اكتشافه سنة 1938 وبدأ تصديره سنة 1946. وفي قطر اكتشف النفط سنة 1939، وفي الإمارات سنة 1939 ولم يتم تصدير النفط بكميات تجارية الا بعد 1962. وفي عمان ظهر النفط سنة 1964.

تعد دول مجلس التعاون الخليجي طرفا فاعلا في منظومة الاقتصاد العالمي، حيث أنها تمتلك حوالي 40% من الاحتياطات النفطية العالمية المؤكدة، أي ما يعادل 485 مليار برميل من النفط و17% من احتياطات الغاز المؤكدة. وما يزيد من تقارب هذه الاقتصاديات هو تشابهها من حيث اللغة والدين ونظام الحكم وانخفاض كثافتها السكانية وزيادة درجة اعتمادها على الموارد الطبيعية وانفتاحها الكبير على العالم الخارجي.

المطلب الأول: السمات الرئيسية لاقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي

الفرع الأول: اعتماد التنمية في دول مجلس التعاون الخليجي على مورد النفط

حققت دول مجلس التعاون الخليجي معدلات نمو غير مسبوقة منذ اكتشافها للبترول لتصبح من أسرع الاقتصاديات نموا في العالم بعد كل من الصين والهند، حيث سجل الناتج الداخلي الإجمالي لدول المجلس 342.23 مليار دولار سنة 2000 ليرتفع إلى 1.016 مليار دولار سنة 2010. وتستحوذ السعودية النسبة العالية من هذا الناتج والذي بلغ 435.5 مليار دولار سنة 2010، تليها دولة الإمارات العربية بناتج محلي يقدر بـ 239.8 مليار دولار، ويعد اقتصاد مملكة البحرين الأصغر حجما من بين اقتصاديات الخليج بناتج محلي يقدر بـ 24 مليار دولار.

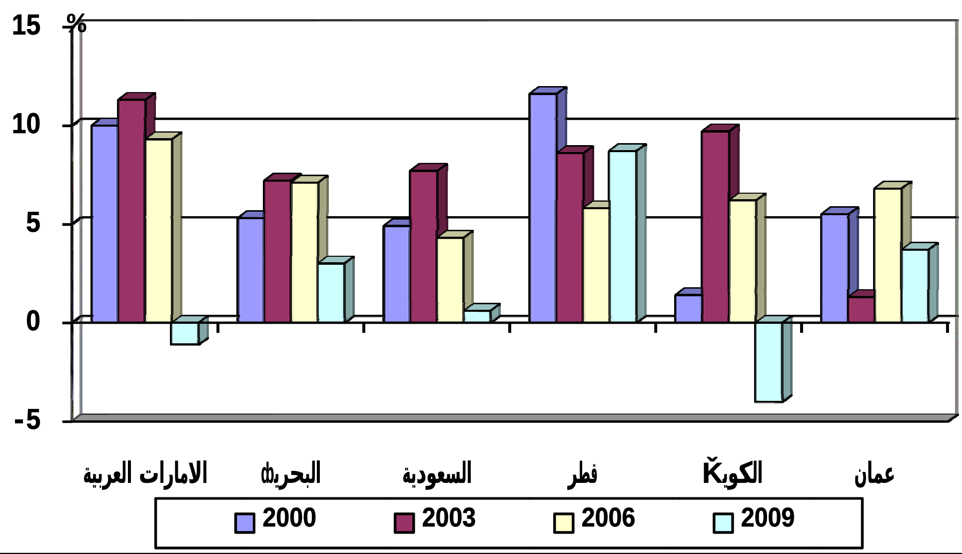


المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي. الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية سنة 2010، العدد 18، (الرياض: مركز المعلومات، 2010).

ولم يقتصر التحسن على الناتج المحلي الإجمالي الاسمي فحسب، بل شمل أيضا معدلات النمو الحقيقية حيث سجلت قطر أحسن معدل نمو حقيقي بلغ 5,8% سنة 2006 و8,7% سنة 2009 و20,5% سنة 2011.

لكن ما يميز معدلات النمو الحقيقة المسجلة في الدول الخليجية هو التقلب الكبير الحاصل فيها حيث بلغ معامل التغير في نمو الناتج المحلي الحقيقي 1,98 في الفترة 1961- 2000، و (0.6) في الفترة 2000- 2006[1]. ويرجع هذا التذبذب وما يترتب عليه من عدم استقرار اقتصادي إلى اعتماد هذه الدول على النفط كمحرك أساسي للأنشطة الاقتصادية والاجتماعية. وكما هو معلوم فان أسعار النفط تتحدد في الأسواق المالية الدولية لعدة اعتبارات لا يكون للدول النفطية نصيب فيها، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تذبذب في عائدات صادرات النفط واستثمار فوائضه، فقد تراجعت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 4.2% في الفترة 1980-1986 نتيجة انخفاض العائدات النفطية بنسبة 7.5% خلال الفترة نفسها جراء انخفاض أسعار النفط لما له اثر على النشاطات الاقتصادية في دول المجلس[2].

الشكل رقم 16 : معدلات نمو الناتج المحلي الحقيقي بدول مجلس التعاون الخليجي في سنوات مختارة



المصدر: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرات الإحصائية للسنوات: 2004، 2006، 2010، (الرياض: مركز المعلومات، 2004-2006-2010).

وإيمانا منها بأهمية الصناعات التحويلية في تقوية الاقتصاد بإحداثها تنوعا في القاعدة الإنتاجية وتوسعا في مصادر الدخل بما يساهم في استقرار الأداء الاقتصادي وتخفيف الصدمات التي تتعرض لها المشاريع التنموية، سعت دول مجلس التعاون الخليجي إلى بذل جهد لتنويع مصادر الدخل من خلال توجيه الفوائض النفطية إلى تنمية قطاعات أخرى، خاصة منها الخدمات المالية والتأمين والاتصالات والبناء. وتشير البيانات أن الإمارات والبحرين كانت من أكثر الدول نجاحا في تنويع قاعدتها الإنتاجية إذ تشكل نسبة مساهمة القطاعات غير الهدروكربونية ما نسبته 60 إلى 70% في الناتج الداخلي الخام، في حين تعتبر قطر والكويت أقلها نجاحا.

---

[1]- على عبد القادر وخالد أبو إسماعيل، تحديات التنمية في الدول العربية: نهج التنمية البشرية، الجزء الأول،(القاهرة: برنامج الأمم المتحدة الإنمائي والمكتب الإقليمي للدول العربية،2009)،88.

[2]- محمد سالم سرور الصبان، عائدات النفط المرتفعة... هل تؤدي إلى تسريع الإصلاحات الاقتصادية الخليجية؟، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد الثلاثون، العدد 111، (الرياض: الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، 2004)، 78.

جدول رقم 13: نسبة مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بدول مجلس التعاون الخليجي سنة 2009.

	السعودية	الإمارات	عمان	قطر	البحرين	الكويت
الصناعة	12.1	12.2	9.2	4.8	16	4.3
البناء	6.9	5.5	6.7	7.7	غير متاحة	غير متاحة
الخدمات الحكومية	17.1	6.5	9.6	12.1	14.6	16.7
المالية والتأمين	12.5	6	12.1	9.5	26.6	11.2
التجارة والضيافة	8.3	12.2	12.3	7.5	7.8	5.2
النقل والاتصالات	6.3	6.4	9.7	5.4	8.7	7.6

المصدر: مجموعة السامبا المالية، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في التنوع المتزايد، سلسلة تقارير، (الرياض: الدائرة الاقتصادية، ابريل 2010)،06.

غير أن توسع الدول الخليجية في تنويع النشاطات أخذ شكلا أفقيا بالدخول في إنتاج الغاز والتي أصبحت تمتلك منه 17% من الاحتياطات العالمية، والتوجه نحو الصناعات التي تستمد مزاياها الاقتصادية من توافر البترول والغاز الطبيعي سواء كمصدر لطاقة رخيصة أو مادة أولية للصناعة من مصافي النفط وصناعة الأسمدة الكيماوية وصناعة البيتروكيماويات والألمنيوم. وهذه النشاطات في الحقيقة لم تضف الشيء الكثير إلى القاعدة الإنتاجية أو إلى قدرة القاعدة الإنتاجية على التجديد بالنظر إلى ما تمتلكه هذه الدول من موارد طبيعية ومالية هائلة، ويرجع السبب في ذلك إلى ضعف الحلقات الإنتاجية الأمامية والخلفية ما أدى إلى محدودية أثر النفط على تنويع الهيكل الإنتاجي. ويتجلى هذا الضعف من عدة وجوه، منها[3]: أن القطاع النفطي يعتمد على تقنية متطورة واستثمارات ضخمة الأمر الذي لا يساعد على تطوير صناعات أخرى التي تعتمد على تقنيات بسيطة خاصة أن استثمارات قطاع النفط تتجسد في فترة قصيرة الأجل. ناهيك أن القطاعات النفطية في دول الخليج تستورد مكوناتها الإنتاجية كالمهارات المتطورة والتقنية المتقدمة والسلع الرأسمالية من الدول الصناعية الأمر الذي يساعد على تنشيط الاقتصاديات الصناعية بدلا من تحفيز القطاعات غير النفطية في دول مجلس التعاون الخليجي وهذا ما يؤدي إلى إضعاف الحلقات الخلفية. ولا يختلف الحال في الحلقات الأمامية، حيث أن منتجات القطاع النفطي في دول المجلس تصدر إلى الدول المستهلكة في شكل نفط خام، في حين مازالت الصناعات المرتبطة بالنفط، كالتكرير والبتروكيماويات، ذات إسهام محدود في اقتصاديات دول المجلس، ففي سنة 2008 بلغت الطاقة التكريرية في هذه الدول 4,20% من إجمالي الطاقة التكريرية في العالم علما أن هذه الدول كانت تنتج ما يزيد عن 18% من إجمالي إنتاج النفط في العالم.

3- يوسف الخليفة يوسف، هل القطاع النفطي محرك للتنمية أم معوق لها؟ تجربة دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد 32، العدد الأول،(فلسطين: وزارة التربية والتعليم،2004)، 12.

يتبين مما سبق أن النفط هو عصب الحياة في دول مجلس التعاون الخليجي تدور معه النشاطات الاقتصادية والاجتماعية حيثما دار، وهذا الاعتماد المطلق على النفط إنما يترتب عليه مجموعة من المحاذير من أبرزها ما يعرف بالمرض الهولندي**- أو ما يسمى بلعنة البترول- الذي يتضمن تحويل الموارد الاقتصادية من القطاعات القابلة للاتجار(الصناعية والزراعية أساسا) إلى القطاعات المرتبطة بالموارد الطبيعية ما يؤدي إلى تآكل القدرة التنافسية للاقتصاد غير الهيدروكربوني. وفي هذا الصدد حذر الاقتصادي "ستيغلتز" على اعتماد الدولة المفرط على الموارد الطبيعية دون خلق صناعات موازية بقوله " يخلق الاعتماد المفرط على الموارد الطبيعية أوطانا غنية ومواطنين فقراء"[4]. ويضيف الباحثان "ريكي لام" و"ليونارد ونتشيكون" أن الثروات الطائلة المتأتية من موارد طبيعية سخية تشل قوى العمل ومواهب الإبداع وأنشطة الإنتاج، بل أنها تؤدي إلى خلق بيئات سياسية فاسدة تنمو في ثمارها أساليب الحكم الاستبدادية من خلال تزاوج المال مع السلطة[5].

الفرع الثاني: الميزانية العامة وإشكالية التبعية لأسعار النفط

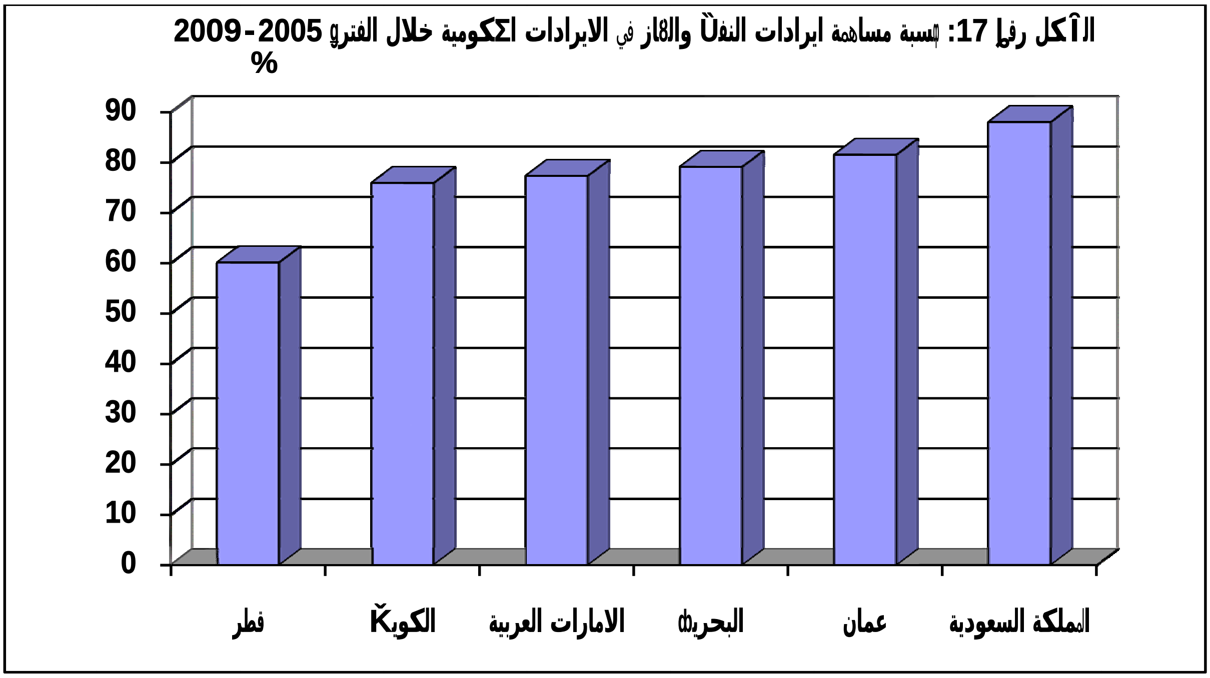
تتأثر المالية العامة لدول مجلس التعاون الخليجي بعنصرين أساسيين، يتعلق العنصر الأول باعتماد هذه الدول في إنفاقها اعتمادا كبيرا على حجم إيراداتها النفطية لدرجة أنها تفرض نسب ضريبية ضئيلة على السلع وعلى دخول الأفراد. ومثل هذا الاعتماد إنما يخلق عدم وضوح في صياغة وضبط السياسات المالية وتذبذبا كبيرا في إيرادات هذه الدول، فقد ارتفعت الايرادت العامة لدول مجلس التعاون لتصل في مطلع الثمانينات إلى 150 مليار دولار سنة 1980 وما ترتب علي هذه الزيادة من توسع غير معهود في الإنفاق العام. وبحلول سنة 1986 أخذت المالية العامة اتجاها تنازليا حين لم تزد الإيرادات العامة عن 40 مليار دولار نتيجة انخفاض أسعار النفط، حينها بلغ العجز في ميزانية دول المجلس 22 مليار دولار[6].

** تنسب هذه الظاهرة إلى هولندا حيث تم اكتشاف الغاز في هذا البلد في النصف الأول من القرن العشرين ما أدى إلى تزايد صادراتها وتحسن وضع ميزان مدفوعاتها. وخلاف ما كان متوقعا، دخل الاقتصاد الهولندي عقب ذلك حالة ركود تراجعت معه معدلات النمو وارتفعت معدلات التضخم وتفاقمت البطالة. ومضمون المرض الهولندي تحدث من خلال الميكانيكية التالية: يحصل ازدهار وتوسع اقتصادي في القطاع المهيمن على الاقتصاد(النفط في حالة دول مجلس التعاون الخليجي) ← تراكم الفوائض المالية في خزينة الدولة ← زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات ← ارتفاع في أسعار السلع والخدمات التي تنتج في القطاع الذي لا يدخل في التجارة الدولية كالكهرباء والنقل ← ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي للمنتجات الصناعية الداخلة في التجارة الخارجية ← انخفاض في القدرة التنافسية للمنتجات للسلع المحلية ← انكماش الصناعة التحويلية ← انخفاض الإنتاج والتوظيف. ولمواجهة الآثار السلبية للمرض الهولندي أقدمت الكثير من الدول على إتباع سياسات اقتصادية كلية كتخفيض قيمة العملة وتقليص النفقات الحكومية وخفض كمية النقود المتداولة.

4- ويكبيديا، المرض الهولندي، www.ar.wikipedia.org ، تاريخ الإطلاع: 10.07.2011.

5- المرجع السابق.

6- محمد سالم سرور الصبان، مرجع سابق، 80.



المصدر: تقارير السامبا الدولية، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في النمو، مرجع سبق ذكره، 11.

ومن المعلوم أن الموارد النفطية التي حباها الله دول مجلس التعاون الخليجي هي أصول غير متجددة قابلة للنضوب. فبالرغم من امتلاك دول مجلس التعاون الخليجي حوالي 40% من الاحتياطات النفطية العالمية المؤكدة، أي ما يعادل 485 مليار برميل من النفط، فان الدراسات التي قامت بها "بريتش بتروليوم" سنة 2008 تقدر أن الاحتياطات المؤكدة لكل من البحرين وعمان ستنضب بعد عشرين سنة أو أقل، وفي قطر والمملكة العربية السعودية بعد حوالي 54 و66 سنة على التوالي بينما ستنضب هذه الاحتياطات في كل من الإمارات العربية والكويت بين 90- 100 سنة[7]. كما أن الاتجاهات في العقود القادمة توحي أن المصادر غير النفطية كالفحم والطاقة الشمسية والطاقة النووية والقوة الكهرومائية سوف تحتل مكانة هامة في الحصول على الطاقة ما يعني تراجع الطلب على البترول، وهذا ما يشكل ضغطا رهيبا على ميزانيات دول المجلس.

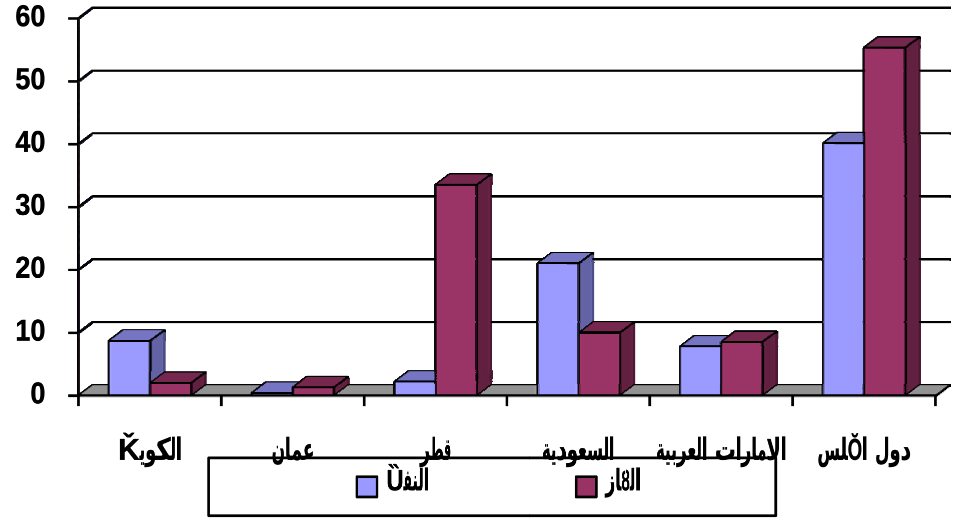
في مقابل ذلك، تؤكد بعض الدراسات أن النفط يبقى المصدر الرئيسي للحصول على الطاقة،على الأقل خلال ربع القرن المقبل، بسبب ارتفاع تكلفتها من موارد غير نفطية. وعلى اثر ذلك سيحافظ النفط على مكاسبه في السوق إذ يتوقع أن يبلغ سعر النفط عتبة 75 دولار كمتوسط خلال الخمسة عشر سنة القادمة ما يفيد أن الإيرادات البترولية لدول مجلس التعاون الخليجي ستبلغ حوالي 6,5 تريليون دولار خلال ذات الفترة. كما أن الطلب على النفط سوف يرتفع بمعدلات كبيرة خلال السنوات القادمة من 86 مليون برميل يوميا سنة

---

[7]- مجموعة السامبا الدولية، مرجع سابق، 05-06.

2010 إلى 121 مليون برميل يوميا بحلول سنة 2025.[1]

الشكل رقم 18: احتياطات النفط والغاز في دول مجلس التعاون الخليجي (% من إجمالي الاحتياطيات العالمية)



المصدر: مجموعة السامبا الدولية، المرجع السابق، 06.

ويتعلق العنصر الثاني بارتفاع وتيرة الإنفاق الحكومي الهادف إلى إرساء شبكة واسعة من مشاريع البنية التحتية وتهيئة الظروف الملائمة لدعم القطاع الخاص. ومن هذه المشاريع برنامج الاستثمار الذي باشرته المملكة السعودية والممتد من 2010 إلى 2014 بقيمة إجمالية تقدر بـ 400 مليار دولار، وخطة التنمية في الكويت المقدرة بـ 107 مليار دولار، والمشاريع التي انطلقت فيها عمان بقيمة 78 مليار دولار والمخطط لها حتى 2015. ومع الأحداث التي شهدتها الساحة العربية مع مطلع سنة 2011 اتخذت دول مجلس التعاون الخليجي مجموعة من الإجراءات الاستباقية الوقائية لمنع انتقال عدوى الثورات إلى ساحاتها، فصرف ملك المملكة السعودية ما قيمته 130 مليار دولار لتحسين القدرة المالية للمواطنين، ودعم تمويل الإسكان والإنشاء. وأعلن ملك البحرين عن منحة تبلغ حوالي 2650 دولار لكل أسرة، و171 مليون دولار لزيادة الإنفاق الاجتماعي وإنشاء 20.000 وظيفة جديدة في وزارة الداخلية. كما أصدر أمير الكويت مرسوما بتوزيع 4 مليارات دولار ومواد غذائية مجانية حتى مارس 2012[2]. وهذا من شأنه أن يشكل قيودا وضغوطا على الميزانية العامة لهذه الدول خاصة في حالة تدهور العوائد النفطية، ويبرز في آن واحد أن الدول الخليجية، بصفتها المالكة للثروة النفطية، مازالت في طور دولة الرعاية ولم تنتقل بعد إلى دولة الشراكة، فهي التي تقوم بتوزيع المنافع والعطايا على المواطنين مما انعكس على طبيعة علاقة الأفراد بالدولة وإضعاف الهمة والحافز على العمل الخلاق المنتج. فلو فرضنا جدلا حصول تراجع كبير في العائدات النفطية فان الدول الخليجية تظل عاجزة عن تحقيق ما يسمى

[1]- وديع احمد كابلي، مستقبل الاقتصاد الخليجي إلى عام 2025، منتدى التنمية،(البحرين: جامعة المنامة، 2008)،07-08.
[2]- تقارير السامبا ، النشرة الاقتصادية، (الرياض: مجموعة السامبا المالية، أفريل 2011)، 29.

بدولة الرفاه، ومن ثم سوف تنقل جزء من تكاليف خدماتها إلى مواطنيها ما يدفعهم إلى المطالبة بالمشاركة السياسية واختيار من يحمل في جعبته الرفاه والرخاء[3].

وفي إطار الحراك الجيوسياسي الدائر في المنطقة، خاصة التهديد المتواصل لإيران لدول مجلس التعاون، اتجهت هذه الدول للإنفاق العسكري الذي ما فتئ يتطور من سنة إلى سنة، حيث يشير الكتاب السنوي "SIPRI" الصادر في جوان من سنة 2010 عن معهد ستوكهولم الدولي لأبحاث السلام إلى أن الإنفاق العسكري في الفترة 1988-2009 قد ارتفع في سلطنة عمان من 2,11 مليار دولار إلى 4 مليار دولار، وفي الكويت من 3,31 مليار دولار إلى 4,58 مليار دولار، وفي السعودية من 17,83 مليار إلى 39,25 مليار دولار، وفي البحرين من 232 مليون دولار إلى 721 مليون دولار. في حين ارتفع الإنفاق العسكري في إيران من 1,54 مليار دولار سنة 1988 إلى 9,17 مليار دولار سنة 2008[4]. وليس خاف أن التسابق نحو التسلح في دول مجلس التعاون الخليجي إنما يكون على حساب مشاريع التنمية الاقتصادية ورفاهية الأفراد. ويبين الجدول التالي يبين مدى تطور الإنفاق المالي بدول مجلس التعاون الخليجي خلال ال2007-2010.

الجدول رقم 14: تطور الإنفاق المالي بدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007- 2010 (مليار دولار).

	2007	2008	2009	2010
المملكة السعودية	124.5	138.9	146.9	161.6
الإمارات العربية	40.6	49.8	60.6	70.8
الكويت	71.6	39.6	42.2	55.5
قطر	26.9	30.5	34.3	38.5
عمان	17.1	16.9	20.5	21.8
البحرين	4.8	5.5	5.7	6.2
دول المجلس	285.5	283.9	310.2	354.4

المصدر: مجموعة السامبا المالية، الأفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي، سلسلة تقارير،(الرياض: مجموعة السامبا،فيفري 2010)، 15.

وقد استطاعت دول مجلس التعاون الخليجي أن تحول العجوزات المحققة في ميزانياتها خلال فترة الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي وأوائل سنة 2000 - وذلك باستثناء قطر والكويت – وما ترتب عنها من سحب جزء من استثماراتها الخارجية وطرق باب الاقتراض المحلي والخارجي لتغطية هذه العجوزات،

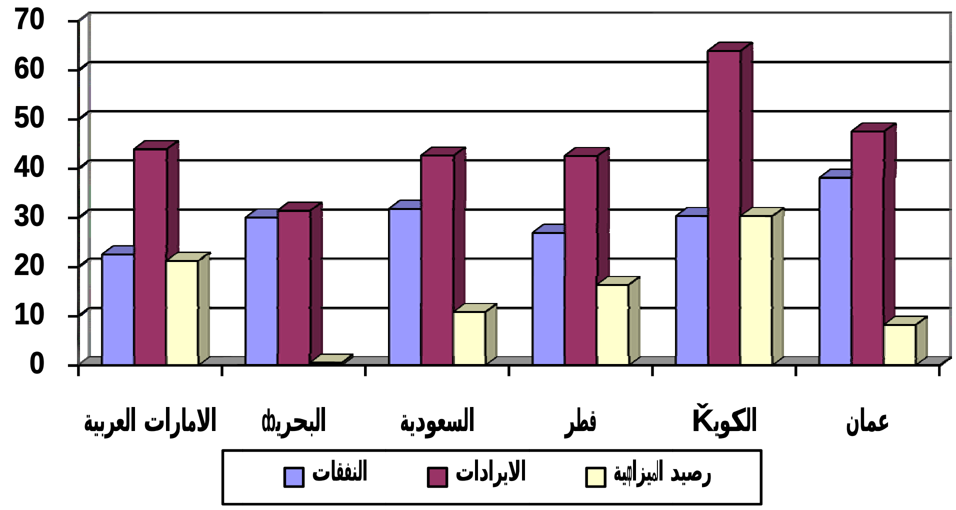
---

[3]- مصطفى عبد العزيز مرسي، الأهمية النسبية لخصوصية مجلس التعاون لدول الخليج العربية ومتطلبات التكامل، دراسات إستراتيجية، العدد 96، (الإمارات: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية،2004)، 50.

[4]- محمد فلاح الزعبي، الإنفاق العسكري في الخليج: لمصلحة من؟، مجلة العصر، www.alasr.ws، تاريخ الإطلاع: 2011.07.16.

إلى فوائض في ميزانياتها العمومية خاصة في الفترة الممتدة بين 2002- 2008 والتي شهدت ارتفاع في أسعار النفط في الأسواق الدولية بما يزيد عن أربعة أضعاف إذ ارتفعت من 30 دولار للبرميل إلى 140 دولار للبرميل، وهو ما يسمى بالطفرة النفطية الثالثة، ما انعكس ذلك إيجابا على ميزانيات دول المجلس حيث بلغ متوسط رصيد الميزانيات الحكومية لدول مجلس التعاون الخليجي 20% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال الفترة 2004- 2008 وبلغت مستوى 2,2 تريليون دولار سنة 2008[5] .

الشكل رقم 19: رصيد الميزانية العامة كنسبة من الناتج الداخلي الإجمالي بدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2003- 2006



المصدر: بيانات صندوق النقد الدولي، 2006.

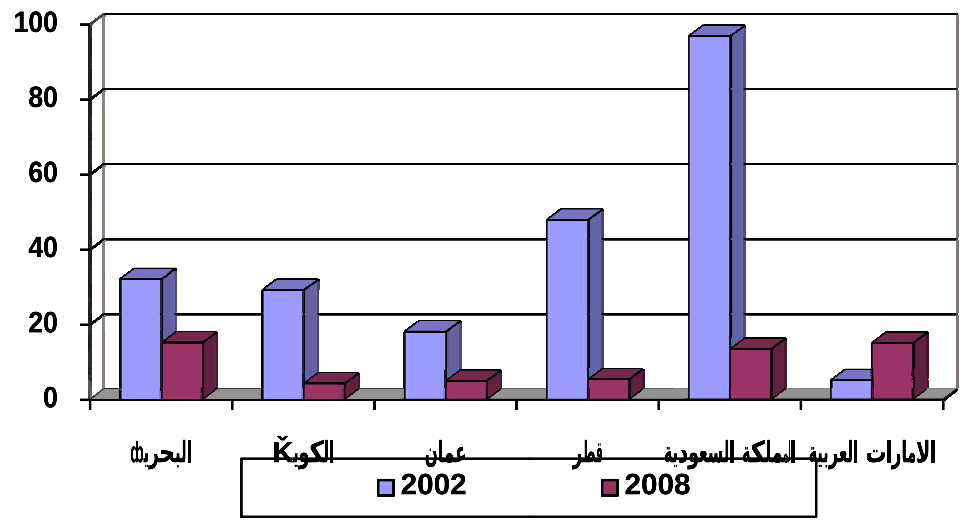
واستخدمت دول المجلس فوائضها المتحققة من المداخيل النفطية لخفض نسب الدين العام والتي لازمت موازناتها طوال السنين الماضية، والذي تقلص من حوالي 45% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال الفترة 1998- 2002 إلى حوالي 18% سنة 2006[6].

---

[5]- مجموعة السامبا المالية، الأفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سبق ذكره، 03.

[6]- حاتم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، (الكويت: معهد التخطيط العربي،2008)، 16.

الشكل رقم 20: مقارنة نسبة الدين الحكومي في دول مجلس التعاون الخليجي لسنتي 2002 و 2008 (% من الناتج المحلي)



المصدر: مجموعة السامبا المالية، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في التنوع المتزايد، مرجع سبق ذكره، 03.

كما تم توظيف الفائض المتراكم لدى ميزانيات دول مجلس التعاون الخليجي في حيازة الأصول الأجنبية في شكل صناديق الثروة السيادية سعيا منها للحد من تراكم السيولة الزائدة عن حاجة النظام المالي المحلي ومن ثم التحكم في معدلات التضخم من جهة، وتوليد المنافع المستقبلية للموارد المالية المتاحة لصالح الأجيال القادمة حيث تستخدم العائدات منها لدعم الإنفاق في الميزانية غير النفطية. وفي هذا الصدد، أنشأت الكويت صندوق سيادي سنة 1953 بقيمة تقدر بـ 213 مليار دولار أمريكي، وأنشأت الإمارات العربية المتحدة صندوق سيادي سنة 1976 بقيمة تقدر بـ 875 مليار دولار، وأقدمت السعودية على إنشاء صندوق سيادي تقدر حصيلته بـ 290 مليار دولار، وفي سنة 2000 أنشأت قطر صندوق سيادي بقيمة 50 مليار[7].

الفرع الثالث: السكان ونصيب الفرد من الناتج الداخلي الإجمالي

تعد دول مجلس التعاون الخليجي من أكبر التكتلات ذات الكثافة السكانية المنخفضة على مساحة تقدر بـ 2,6 مليون كم^2،أي ما يعادل 18,7% من المساحة الإجمالية للوطن العربي. وهي تشهد في إطار التحولات التي عايشتها ارتفاعا مضطردا في عدد السكان بنسبة سنوية تزيد عن 2%، حيث بلغ عدد سكان المجلس 8,2 مليون سنة 1970، و23,19 مليون سنة 1990، و35,87 مليون سنة 2005 ليصل إلى 38,6 مليون سنة 2010، ويتوقع أن يصل هذا العدد إلى 52,4 مليون سنة 2025[8]. وتحتل المملكة العربية السعودية مركز الصدارة في أعداد السكان بنسبة تقدر بـ 69,49% من إجمالي سكان دول مجلس التعاون الخليجي، تليها

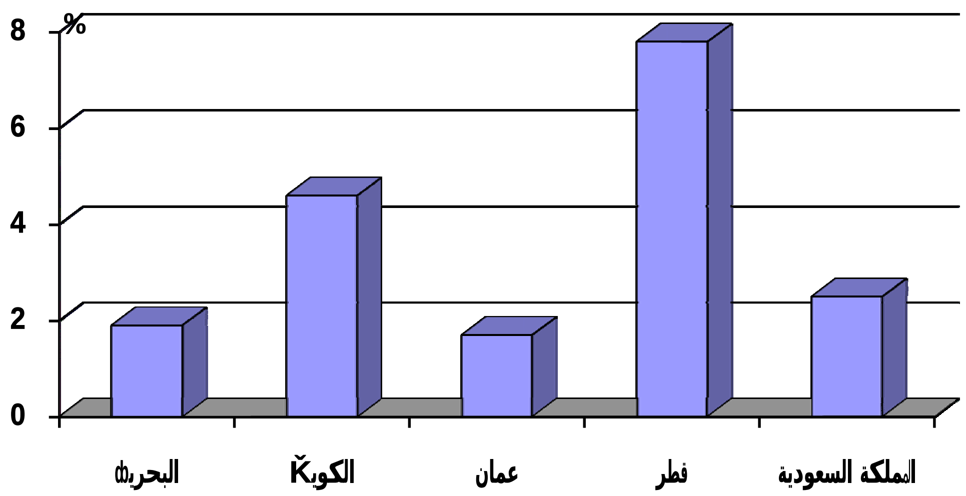
---

[7]- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، (طرابلس: جامعة جنان، 2009)، 02-03.

[8]- وديع أحمد كابلي، مرجع سبق ذكره، 09-10.

الإمارات العربية بنسبة 14,02%، ثم سلطنة عمان بنسبة 8,29%، فالكويت بنسبة 3,83%، تليها قطر بنسبة 2,86% ثم البحرين بنسبة 1,50%.

الشكل رقم 21: معدلات نمو السكان بدول مجلس التعاون الخليجي في الفترة 2000- 2009



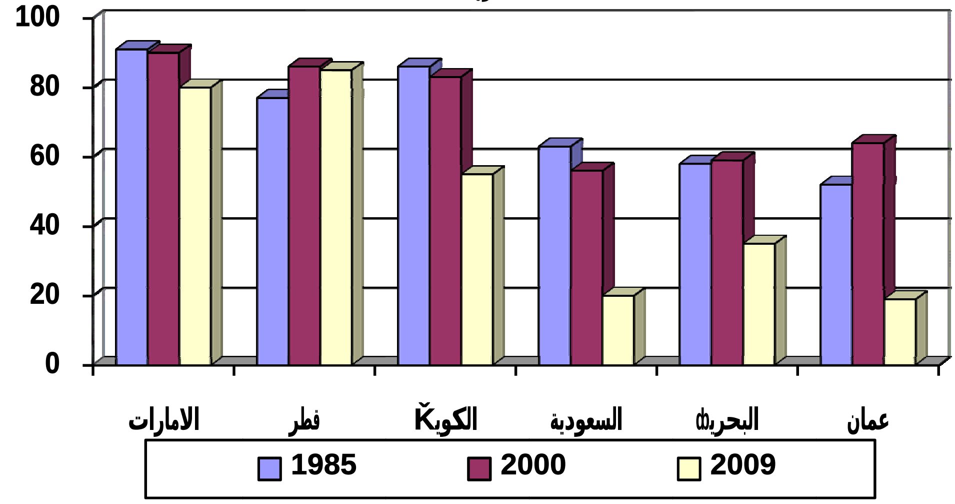
المصدر: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرات الإحصائية السنوية للسنوات: 2010/2008/2004/200. وترجع نسبة كبيرة من هذه الزيادة السكانية في دول المجلس إلى العمالة الوافدة التي فرضتها احتياجات سوق العمل بها حيث ارتفع عدد المهاجرين بتلك الدول من 8,6 مليون في سنة 1995 إلى 12,8 مليون مهاجر في سنة 2005[9]. ويشير الشكل أدناه إلى الدور الكبير الذي تلعبه العمالة الوافدة في تشكيل هيكل قوة العمل في دول مجلس التعاون الخليجي خصوصا في النشاطات التي تعتمد على العمالة الكثيفة كقطاع التشييد والبناء والخدمات الفندقية والخدمات المالية والنشاطات التي تتطلب القدرات العلمية والمهنية العاليتين حيث تزيد نسبة العمالة الوافدة إلى مجموع السكان عن 50%. فبحسب دراسة حديثة أعدتها كلية الاقتصاد بجامعة لندن حول العمالة الوافدة في دول مجلس التعاون الخليجي فان العمالة الوافدة كانت تشكل من إجمالي القوى العاملة سنة 2008 حوالي 94,3% في قطر، و85% في الأمارات، و84% في الكويت، و69% في العربية السعودية، و62% في البحرين و60% في عمان[10].

---

[9]- مجدي عبد القادر إبراهيم، القضايا الأساسية للهجرة الدولية والتنمية في إقليم المشرق العربي ودول مجلس التعاون الخليجي، تقرير اللجنة الاقتصادية لغربي أسيا حول الهجرة، (نيويورك: الأمم المتحدة، 2010)، 24.

[10]- الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، رأس المال الأجنبي في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، (الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2008)، 53.

الشكل رقم 22: نسبة العمالة الوافدة من إجمالي قوة العمل في بلدان مجلس التعاون الخليجي في سنوات مختارة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: مركز المعلومات، النشرة الإحصائية،(الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2009)، 36-31 . مجموعة السامبا المالية، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في التنوع المتزايد، مرجع سبق ذكره، 14.

وانعكست هذه الوضعية على تدني مساهمة العمالة الوطنية في النشاط الاقتصادي، حيث تشير البيانات أن نسبة مشاركة المواطنين في النشاط الاقتصادي سنة 2008 لا تتعدى 49% في قطر، و45% في الإمارات. وتتركز هذه العمالة في القطاع العام وابتعادها شبه الكامل عن القطاع الخاص إما بسبب عدم توفر المهارات اللازمة بسبب إخفاق النظام التعليمي، أو بسبب ارتفاع أجور القطاع العام مقارنة بالقطاع الخاص، أو بسبب قلة ساعات العمل فيه مقارنة بالقطاع الخاص، أو بتفوقه في ما يتعلق بمكافآت التقاعد والضمانات، إضافة إلى افتقار القطاع العام إلى معايير الأداء والإنتاجية. وفي هذا الصدد، تشير بعض البيانات أنه في سنة 2008 استقطب القطاع العام العمالة الوطنية في المملكة العربية السعودية بنسبة تصل إلى 94,7%، وفي الكويت بنسبة 74%، وفي عمان بنسبة 85,4%، وفي قطر بنسبة 66%[1] الشيء الذي ترتب عليه وجود نسب عالية من البطالة المقنعة نتيجة ربط سياسة التوظيف الحكومي بالعوامل الاجتماعية والسياسية. في حين يستقطب القطاع الخاص العمالة الوافدة*[2] بنسب تصل إلى 98,7% في الإمارات، و80% في السعودية وأكثر من 96% في قطر.

---

[1]- أحمد الكواز، تقييم التجربة التنموية لدول مجلس التعاون الخليجي، سلسلة الخبراء،العدد 40، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2011)،06.

* تخضع هذه العمالة لنظام الكفيل الذي يضمن امتيازات لصاحب العمل في علاقته بالعمالة الأجنبية من خلال احتكار سلطة بقاء العامل الأجنبي في سوق العمل المحلي وتقييد حريته بما يؤدي إلى التأثير على حقوق تلك العمالة مقارنة بالعمالة الوطنية، وهذا ما أوقع دول مجلس التعاون الخليجي تحت ضغوطات هائلة من قبل منظمة العمل الدولية والمنظمات غير الحكومية المعنية بحقوق العمال في قضايا انتهاك حقوق العمال وممارسة التمييز ومن ثم مطالبتها بضرورة العمل على تحسين أوضاع العمالة الأجنبية وتجنيس بعضها.

وفي غمرة التوسع العمراني والتطورات الاقتصادية والاجتماعية التي عرفتها دول مجلس التعاون الخليجي وجدت هذه الدول نفسها أمام مجموعة من التحديات. فحكومات هذه الدول مطالبة بتنظيم تدفق العمالة الأجنبية التي تجاوز عددها حسب إحصائيات 2007 زهاء 16,5 مليون، منهم 13 مليون عمالة وافدة من آسيا حيث اختلاف اللغة والعادات والتقاليد ما اثر سلبا على تركيبة وموروثات دول المجلس[3]. ويتعدى هذا التأثير ليشمل التوازنات الاقتصادية حيث تشكل العمالة الوافدة عبئا ماليا إضافيا على ميزانيات دول الخليج من جراء حصول هذه العمالة وأسرهم على خدمات التعليم والصحة واستخدام المرافق العامة بدون مقابل أو مقابل رمزي واستفادتهم من الدعم المقدم من الحكومات. كما أن السلوك الانفاقي لهذه العمالة لا يشجع اقتصاد هذه الدول على التقدم لان ما تنفقه هذه العمالة من أجورها على السلع والخدمات المحلية يعتبر زهيدا مقارنة بما ترسله إلى أوطانها وهذا ما يعني بقاء السوق المحلي محدودا. زيادة على ذلك، فان التواجد الكثيف للعمالة الأجنبية الرخيصة ولد خمولا لدى مواطني دول المجلس وعزوفهم عن المشاركة في العملية الإنتاجية وتوجههم إلى المضاربات في سوق المال.

واستشعارا بخطورة الوضع، طرح بعض الخبراء مجموعة من البدائل كإحلال العمالة العربية محل العمالة الاسياوية، والعمل على توطين العمل في المنطقة من خلال تكثيف الجهود التدريبية وتوفر الإرادة السياسية الراغبة والداعمة لذلك والاتجاه نحو إقامة سوق خليجية مشتركة. إلا أن هذا التوجه يتقاطع مع المصالح الاقتصادية المعقدة والقائمة بين لفيف من المؤسسات الرسمية وخارجها من المحليين والوافدين، دون أن ننسى أن ديمومة بعض القطاعات كقطاع الإسكان وقطاع الخدمات وحركة خطوط الطيران وحجم القدرات الشرائية داخل الأسواق المحلية يعتمد على العمالة الأجنبية. وفي هذا الإطار يرى المفكر حازم الببلاوي أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تفقد ميزتها وجاذبيتها للعمالة الوافدة مع الوقت نظرا للأجر الزهيد لهذه العمالة وللمعاملة غير العادلة التي تتلقاها، فقد أشارت إحدى الدراسات الصادرة من دائرة السكان بالأمم المتحدة إلى وجود نمو ملحوظ للهجرة الأسيوية إلى دول تقع خارج نطاق دول مجلس التعاون الخليجي، إذ ارتفعت العمالة الهندية المهاجرة إلى غير دول المجلس من 5% سنة 1990 إلى 29% سنة 2002، وبلغت العمالة الفيليبينية خارج دول المجلس 60% سنة 2003[4].

---

[3]- فريد راغب النجار، العمالة الأجنبية في الوطن العربي، (الإسكندرية: الدار الجامعية،2008)،193.

[4]- ديتو محمد، نحو أسواق عمل منتجة ومستدامة في دول مجلس التعاون الخليجي، المنتدى العربي للتنمية والتشغيل، (الدوحة: منظمة العمل الدولية،2008)، 176.

ومن جهة أخرى فان حكومات دول مجلس التعاون الخليجي ملزمة بالتصدي لمشكلة البطالة بين المواطنين من الشباب الذين تتراوح أعمارهم بين 15 و25 سنة، ويزداد هذا التحدي إذا علمنا أن سوق العمل في دول مجلس التعاون الخليجي مجبرة على توفير على ما لا يقل عن 4,2 مليون وظيفة للدول سنة 2015.

الجدول رقم 15: نسبة البطالة في دول مجلس التعاون الخليجي في فترات متباينة

الفترة	الدولة	معدل نمو البطالة (%)
2001-1975	البحرين	5
2004-1975	الكويت	6,9
2002-1993	عمان	3
2002-1974	المملكة العربية السعودية	2,10
2004-1975	الإمارات العربية المتحدة	7,5

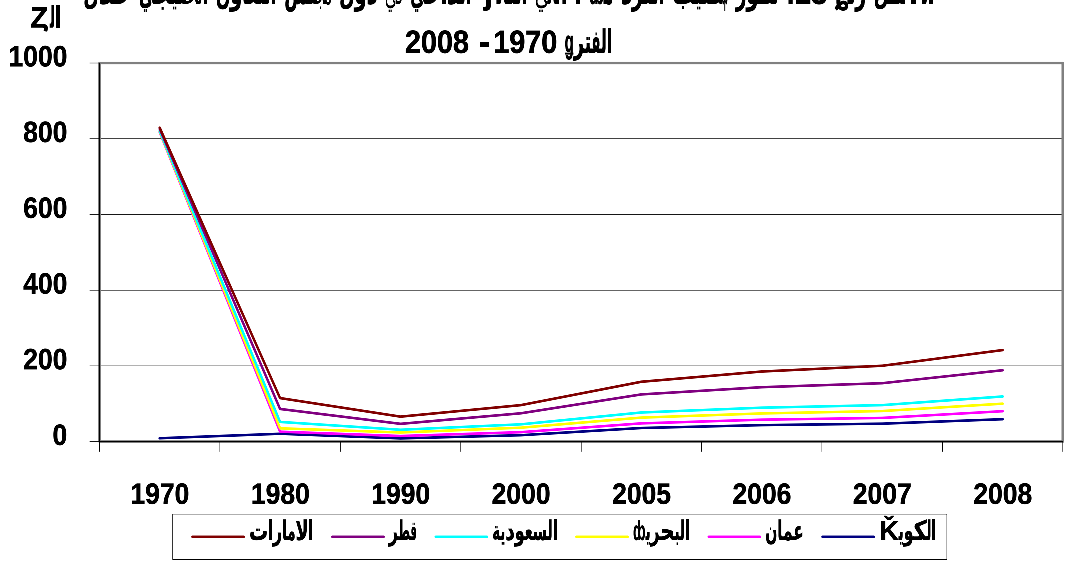
المصدر: سليمان القدسي، البطالة في دول مجلس التعاون الخليجي، (الإمارات: هيئة تنمية وتوظيف الموارد البشرية، 2006)، 11.

أما نصيب الفرد من الناتج الداخلي الإجمالي في دول مجلس التعاون الخليجي فهو خاضع للتقلب الحاصل في نمو مستوى الناتج نفسه والذي يتبع بدوره تغيرات السوق النفطية الدولية، حيث شهد نصيب الفرد تراجعا هاما سنة 1998 بسبب هبوط سعر النفط، فمثلا انخفض نصيب الفرد من الناتج الإجمالي في الإمارات العربية المتحدة من 18.837 دولار سنة 1997 إلى 16.837 دولار سنة 1998، وانخفض في الكويت من 15.256 دولار إلى 12.400 دولار سنة 1998. وإجمالا شهد نصيب الفرد الخليجي من الناتج الإجمالي ارتفاعا مضطردا، خاصة في الفترة 2003- 2008، حيث ارتفع هذا النصيب من 9.188 دولار سنة 1997 إلى 11.358 دولار سنة 2000 إلى 14.896 دولار سنة 2004 إلى 21.323 دولار سنة 2006 إلى 28.279 دولار سنة 2008[5]، وهذا ما يوحي إلى تحسن في مستويات المعيشة في مجتمعات دول مجلس التعاون الخليجي.

وحققت دولة قطر أعلى قيمة من بين دول الخليج حيث وصل نصيب الفرد فيها إلى 62.761 دولار سنة 2006 و69.319 دولار سنة 2008، في حين سجلت سلطنة عمان اضعف دخل فردي بقيمة 14.281 دولار سنة 2006.

5- مركز المعلومات، النشرة الإحصائية، العدد الثامن عشر،(الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2009)، 131.

الشكل رقم 23: تطور نصيب الفرد من الناتج الداخلي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 1970- 2008



المصدر: وديع أحمد كابلي، مرجع سبق ذكره، 30-33. مركز المعلومات، النشرة الإحصائية، مرجع سابق، 130.

إضافة إلى ما سبق، فان هناك مجموعة أخرى من الخصائص تتميز بها اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، نذكر منها:

- جميع دول مجلس التعاون الخليجي تعتمد في حياتها الاقتصادية اعتمادا غير متناسب على تجارتها الخارجية المعتمدة على تصدير البترول واستيراد مختلف السلع والمنتجات الاستهلاكية والرأسمالية، حيث بلغت قيمة الواردات الخليجية حوالي 204986,3 مليون دولار سنة 2006 و356686,9 مليون دولار سنة 2008، في حين بلغت صادرات هذه الدول نحو 439460,9 مليون دولار سنة 2006 و674034,4 مليون دولار سنة 2008.

- النمو الاقتصادي المحقق في دول مجلس التعاون الخليجي لازمه في كثير من الحالات ارتفاع معدلات التضخم حيث ارتفع معدل التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي من 3,1% سنة 2005 إلى 6,7% سنة 2007 إلى 11,8% سنة 2008. ويعزى ارتفاع معدل التضخم في دول المنطقة، خاصة سنة 2008 حيث بلغ هذا المعدل 10,5% في الإمارات و12,5% في قطر، إلى مجموعة من العوامل، من أهمها: ارتفاع أسعار النفط وما استتبعها من ارتفاعات مماثلة لكثير من المنتجات والخدمات التي تعتمد على البترول وعلى المشتقات النفطية كالحديد والألمنيوم والنحاس والاسمنت، ناهيك عن ارتفاع أسعار المواد الغذائية خاصة القمح والذرة والأرز نتيجة استخدامها في إنتاج الوقود الحيوي كبديل عن البترول في الدول المتقدمة. وربط العملات الخليجية بالدولار ما يعني استيراد التضخم باعتبار أن الدول الخليجية مستوردة لمنتجات الاستهلاك النهائي والسلع الوسيطية.

- تعد دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الدول التي تعاني من ندرة مياه الشرب والري، فهي تعتمد اعتمادا كليا في حياتها اليومية وفي مشاريعها الصناعية وحتى الزراعية على المياه المحلاة من البحر. وفي هذا الإطار بذلت

دول المجلس جهودا مكثفة في بناء وإنشاء وتطوير شبكات ومحطات تصفية وتحلية المياه وهذا ما انعكس إيجابا على حياة مواطني هذه الدول. إذ تشير التقديرات إلى أن إجمالي نسبة تغطية إمدادات المياه في دول المجلس بلغت 93%، فيما بلغت نسبة تغطية الصرف الصحي 98%[6]. ففي قطر والإمارات العربية المتحدة فان الاستفادة من المياه الآمنة وتغطية الصرف الصحي شملت كل اسر الدولتين، بينما زادت نسبة السكان الذين يحصلون على مياه آمنة في السعودية من 75% سنة 1990 إلى 95% سنة 2008، كما ازدادت نسبة الحاصلين على خدمات الصرف الصحي من 20% إلى 47%.

- حققت دول مجلس التعاون الخليجي قفزة نوعية في تحسين مؤشرات التنمية البشرية، حيث ارتفع معدل العمر المتوقع عند الولادة في عموم دول مجلس التعاون الخليجي من 51 عاما سنة 1960 إلى 72,8 عاما سنة 1996 إلى 75,6 عاما سنة 2009 نتيجة تحسن الخدمات الصحية في هذه الدول، وهذا ما انعكس فعلا فيما يتعلق بتحسين الصحة الإنجابية حيث بلغ معدل وفيات النساء في كل ألف ولادة في الفترة 1990- 2005: 5 حالات في الكويت، 10 في قطر، 3 في الإمارات العربية، 46 في البحرين، 23 في عمان، و14 في السعودية[7].

كما انخفضت معدلات الأمية بين البالغين (15 سنة فما فوق) في دول مجلس التعاون الخليجي حيث انتقلت نسبة الإلمام بالقراءة والكتابة في الكويت من 74,5% في الفترة 1985- 1994 إلى 93,3% في الفترة 1995-2005، وفي قطر من 75,6% إلى 89,0%، وفي الإمارات العربية من 79,5% إلى 88,7%، وفي السعودية من 70,8% إلى 82,9%.

الجدول رقم16: مستويات التنمية البشرية في دول مجلس التعاون الخليجي سنة 2010

البلد	الناتج المحلي الإجمالي للفرد في سنة 2009 بأسعار سنة 2005	مؤشر التنمية البشرية سنة 2010	معدل البطالة
البحرين	23538	0.801	5.5
الكويت	46747	0.771	2
سلطنة عمان	20540	-	-
قطر	159144	0.803	0.5
السعودية	215420	0.752	5
الإمارات	52588	0.815	4
الدول الخليجية	54061	0.788	4.4

المصدر: بلقاسم العباس، تحديات النمو الاقتصادي في الدول الخليجية، سلسلة جسر التنمية، العدد 109،(الكويت: المعهد العربي للتخطيط، جانفي 2012)، 09.

[6]- مجموعة عمل الأمم المتحدة بالتنسيق مع الأمم المتحدة، مرجع سابق، 92.
[7]- جاك الأسود وشكري رحيم، مرجع سابق، 243.

المطلب الثاني: نشأة أسواق الأوراق المالية الخليجية ومراحل تطورها.

تعتبر الأسواق الخليجية للأوراق المالية حديثة النشأة مقارنة بالأسواق الأخرى حيث ظهرت في معظم دول الخليج بعد النصف الثاني من السبعينات بعد الطفرة التي حدثت في أسعار النفط، والتي بدأت مع حرب أكتوبر سنة 1973، إلا أن بروز هذه الأسواق في هذه المرحلة أخذ طابعا غير منظما حيث لم تكن هناك قواعد وأحكام وضوابط تشريعية وتنظيمية ورقابية تحكم المعاملات المالية. في ظل هذه المرحلة كانت الدولة الخليجية قائدة لعملية التنمية نتيجة تكدس في خزائنها فوائض مالية هامة اثر ارتفاع أسعار النفط في حقبة السبعينات، بينما لم يكن للقطاع الخاص مساهمة تذكر في النشاط الاقتصادي. وفي هذه الأوضاع تطور سوق النقد من خلال إنشاء البنوك المملوكة للدولة، إضافة إلى ظهور آلية تمويلية تمثلت في إنشاء صناديق التمويل المتخصصة كالبنك الزراعي العربي السعودي، وصندوق التنمية العقارية وبنك التسليف القطري والتي آلت إليها مهمة تقديم تمويل طويل الأجل الميسر لمختلف النشاطات الاقتصادية.

ومع تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال عقد الثمانينات والتسعينات، وزيادة اعتماد دول مجلس التعاون الخليجي على الصادرات النفطية، وتراجع الدولة في تمويل التنمية بسبب العجز المستمر في ميزانياتها الحكومية والتوجه نحو الخصخصة أخذت ظاهرة إصدار الأوراق المالية تكتسب أهمية متزايدة كوسيلة بديلة للتمويل، والتي لم تكن كافية لمقابلة احتياجات المستثمرين ما أدى إلى تهافت المدخرات فزادت المضاربة عليها في ظل غياب أجهزة رقابية، وكانت النتيجة حدوث أزمة سوق المناخ وتبعاتها الوخيمة على معظم الأسواق الخليجية. كما اتجه جزء كبير من الفوائض المحققة نحو الاستثمار في أدوات مالية في الخارج بسبب محدودية اقتصاديات دول المجلس لاستيعاب الفوائض النقدية الباحثة عن الاستثمار العيني.

وقد استوعبت دول مجلس التعاون الخليجي الدرس من أزمة سوق المناخ فقامت بتنظيم أسواقها ووضعها تحت رقابة مسؤولة، فظهرت أسواق منظمة للأوراق المالية تباعا في دول مجلس التعاون الخليجي كانت أولها سوق الكويت للأوراق المالية بصدور المرسوم الأميري في 14أوت1983.

الفرع الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية

يعد سوق الكويت للأوراق المالية أول سوق منظمة في منطقة الخليج العربي، وقد اكتسب هذه الصفة سنة 1983 بعد مضي 31 سنة من عدم التنظيم والتي انتهت بحدوث أزمة المناخ. ويعتبر بنك الكويت الوطني أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاؤها في الكويت، حيث طرحت أسهمها للاكتتاب سنة 1952 ثم أعقبتها تأسيس مجموعة أخرى من شركات المساهمة كشركة السينما الكويتية سنة 1954 وشركة الخطوط الجوية الكويتية سنة 1956، واستمر تلاحق تكوين شركات المساهمة العامة مع تزايد التدفقات المالية للكويت[8].

[8]- أسامة الأنصاري في ندوة تطوير البنية المالية التحتية في الوطن العربي، تحرير:عبد الرحمن صبري،(عمان: منتدى الفكر العربي، 1997)، 250.

وكان التعامل على أسهم هذه شركات بداية يتم من خلال مكاتب ووسطاء العقارات وفي التجمعات الشعبية حيث كان كل وسيط يمثل سوقا قائمة بذاتها تتحدد فيها أسعار البيع والشراء والكميات التي يتم التعامل فيها[9]. ومع زيادة عدد شركات المساهمة والتي وصلت إلى 40 شركة في بداية عقد الستينات من القرن الماضي، وارتفاع وتيرة النشاط الاقتصادي لدولة الكويت في السبعينات اثر ارتفاع أسعار النفط في السوق الدولية زاد نشاط التداول عن حده الطبيعي ما دفع بالحكومة إلى سن مجموعة من القوانين الهادفة إلى تنظيم عمليات تأسيس شركات المساهمة وتداول أوراقها المالية. من أهم هذه القوانين: القانون التجاري رقم(15) الصادر سنة 1960 والذي يحدد المسؤولية القانونية لكل من مصدري الأوراق المالية والمكتتبين فيها، تبعه إصدار قانون لتنظيم تداول الأوراق المالية المتعلقة بالشركات المؤسسة بالخارج وكان ذلك سنة 1962. والقانون رقم (32) الصادر سنة 1970 الذي يعتبر أول قانون تضمن تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية حيث نصت المادة 11 منه على تأسيس لجنة استشارية للإشراف على عملية التداول، وقد خول هذا القانون لوزير التجارة والصناعة حق إصدار القرارات اللازمة لتنظيم تداول الأوراق المالية الكويتية وذلك استنادا لرأي اللجنة الاستشرافية[10]. وفي نوفمبر من سنة 1976 أصدر وزير التجارة والصناعة قرارا وزاريا رقم (61) والقاضي بإسناد تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات الكويتية إلى لجنة مستقلة تحت اسم لجنة الأوراق المالية. وبتاريخ 1977/4/2 افتتحت بورصة الأوراق المالية في مدينة الكويت والتي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث ظل السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزاري السابق.

ونظرا للآثار السلبية التي خلفتها أزمة سوق المناخ في سنة 1982، صدر مرسوم أميري بتاريخ 1983/08/14 بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية رسميا كمؤسسة مالية مستقلة تشرف عليها لجنة تنفيذية برئاسة وزير التجارة والصناعة. وفي نفس السنة أصدر وزير التجارة القانون رقم (35) المتعلقة باللائحة الداخلية للسوق. وقد أجاز القرار الوزاري رقم (235) لسنة 1993 لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول أسهم الشركات الكويتية من دون ضوابط، كما سمح لغير الخليجيين بالتعامل غير المباشر في الأسهم المتداولة في السوق عن طريق التداول بوحدات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المقيدة في السوق. إلا أنه في سنة 2000 صدر قرار وزاري رقم (205) بشأن ضوابط مساهمة غير الكويتيين في شركات المساهمة الكويتية والذي سمح لهم بتملك وتداول أسهم شركات المساهمة الكويتية وفقا للضوابط التي تضعها

[9]- صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة : نشأتها وتطورها، عدد خاص، (ابوظبي: صندوق النقد العربي، 1997)، 49.

[10]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وبورصة عمان المالي، أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها، أدواتها وأوضاع التعامل فيها، (الكويت: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،1985)، 247-250.

إدارة سوق الكويت للأوراق المالية*. كما أعلنت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية في جويلية 1998 اعتزامها بدءا من شهر أكتوبر السماح بتداول العقود الآجلة على أسهم 10 شركات مدرجة ذات آجال: 30، 90، 180، 270، 360 يوم تحت إشراف شركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار[11]. واستجابة للتطورات التقنية الحديثة في عمليات التداول في الأسواق المالية، بدأت سوق الكويت للأوراق المالية منذ أواخر سنة 1995 بتحويل نظام التداول التقليدي إلى النظام الآلي، وتم التحول إلى النظام الجديد رسميا في 15 جانفي 1996. وفي نفس الإطار، اعتمدت لجنة السوق سنة 2002 نظاما آليا مستحدثا يستطيع تنفيذ 50 ألف صفقة في اليوم عوضا عن النظام السابق الذي تبلغ طاقته القصوى 10 آلاف صفقة في اليوم. كما تم طرح في نفس السنة خدمة تداول أسهم السوق عبر الانترنت باللغة العربية حيث تغطي خدمة التداول العادية وخدمة السوق الآجل والسوق الموازية[12].

وفي نهاية سنة 2000 أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية عددا من الضوابط التي من شأنها تعزيز التعامل في سوق الأوراق المالية، منها: إنشاء السوق الموازية بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على طرح أسهمها للاكتتاب، ووضع معايير جديدة لنظام البيع الآجل حيث تم السماح للمتعاملين بالتعامل المباشر في البيع الآجل وفق ضوابط السوق بعدما كان محصورا بشركات معينة. وأعلنت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية عن تعديل بعض شروط إدراج شركات المساهمة الراغبة في ذلك، ومنها أن يكون رأس مال الشركة المصدرة مدفوعا بالكامل وألا يقل عن 20 دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملات الأجنبية، وأن تكون الشركة قد حققت ربحا صافيا في السنتين الماضيتين للإدراج لا يقل عن 7.5% من رأس مال الشركة[13]. واكتمل البناء المؤسسي لسوق الكويت للأوراق المالية بإنشاء هيئة سوق المال والتي تتولى مهام الرقابة والإشراف على جميع أنشطة السوق بموجب القانون 07 الصادر سنة 2010 والذي يتضمن 165 مادة.

الفرع الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق السعودية

ترجع البدايات الأولى لتداول الأسهم في المملكة العربية السعودية إلى نشأة أول شركة مساهمة وهي الشركة العربية للسيارات وذلك سنة 1934، تلا ذلك تأسيس ثلاثة شركات للكهرباء لتستوعب مختلف القطاعات تأسيس شركات المساهمة. وكان لدمج شركات الكهرباء وتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة عاملا مهما لخلق عرض كبير للأسهم، حيث ارتفعت عدد الشركات المتداول أسهمها إلى 14 شركة

---

* أجاز هذا القانون لغير الكويتيين تملك وتداول أسهم البنوك الكويتية المدرجة شريطة الحصول على موافقة بنك الكويت المركزي إذا كانت نسبة التملك تفوق 5% من رأس مال البنك، كما حظر هذا القانون أن تزيد نسبة ما يمتلكه المستثمرون غير الكويتيين في أسهم البنك عن 49% من رأس ماله إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء بعد استشارة بنك الكويت المركزي.

11- رمضان على الشراح، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي: فرص القرن الحادي والعشرين، (الإحساء: جامعة الملك فيصل، 15/13 فيفري2001)، 170.

12- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2002، (الكويت: المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2002)، 44.

13- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية، الربع الأول، العدد 49، (الكويت: صندوق النقد العربي، 2007)، 38.

سنة 1954[14]. وقد اكتسى تداول أسهم هذه الشركات طابعا غير منظما لعبت فيه مكاتب السمسرة غير المرخصة دورا رئيسيا في بيع وشراء أسهم شركات المساهمة والتي صدر منها ممارسات غير قانونية كنشر أسعار غير واقعية للأسهم.

ووفقا لذلك طرحت الحكومة آلية تنظيمية من خلال تشكيل لجنة وزارية مكونة من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي لوضع الأطر القانونية لسوق الأسهم ومراقبة تطورات السوق، وقد أوكلت هذه اللجنة مهمة الوساطة في بيع وشراء الأسهم إلى البنوك دون سواها اعتبارا من 23 نوفمبر 1984.

وعرفت سوق الأوراق السعودية سنة 1990 نقلة نوعية من خلال استحداث نظام الكتروني لمعلومات الأوراق المالية تحت اسم "ESIS" والذي يتيح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر البنوك التجارية، وقد ساهم ذلك في تركيز سوق الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبيات. ولقد مر النظام الآلي لمعلومات السوق الذي أدارته مؤسسة النقد السعودي بعدة مراحل تم من خلالها إدخال المزيد من المزايا الإضافية، من أهمها: توسيع نطاق توزيع بيانات ومعلومات التداول والأسعار اليومية لخدمة البنوك وفروعها، تسوية الصفقات في اليوم التالي من تنفيذ العملية بعد التأكد من بيانات الإشعارات آليا[15].

وفي سنة 2001، تم إطلاق جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية والذي أطلق عليه اسم "تداول" والذي قدم العديد من المزايا انعكست مباشرة على نشاط السوق، منها التسوية الآنية للعمليات حيث يمكن للمستثمر الشراء والبيع في اليوم الواحد عدة مرات، كما يقوم النظام على أساس المعالجة المباشرة والمستمرة للأوامر في السوق. بالإضافة إلى ذلك فان نظام "تداول" يرتبط مباشرة بأنظمة البنوك لنشر الأسعار مباشرة للمستثمرين وإضافة طلبات البيع والشراء والعمل بمبدأ حسابات الأسهم بدلا من الإشعارات. كما أتاح هذا النظام للبنوك تقديم خدمات إضافية، أهمها التداول عبر الانترنت وإمكانية نشر الأسعار ومعلومات الشركات وإعلاناتها مباشرة عبر الانترنت، وخدمات الرسائل الجوال وتمكين من إدارة المحافظ الاستثمارية.

وفي 1424/02/16ه وافق مجلس الوزراء على إصدار "نظام السوق المالية" الذي يهدف بجوهره إلى إعادة هيكلة سوق المال بالمملكة السعودية على أسس متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية لهذه السوق. ومن أبرز مزايا النظام الجديد هو فصل الدور الرقابي والإشرافي عن الدور التنفيذي والتشغيلي، حيث أسندت المهام الرقابية إلى هيئة مستحدثة أطلق عليها اسم "هيئة سوق المال" وهي تتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وهي تهدف إلى تطوير وتنظيم السوق المالية وإصدار اللوائح والقواعد اللازمة لتطبيق أحكام النظام من أجل توفير المناخ الملائم لتحقيق موثوقية وعدالة وكفاءة إصدار الأوراق المالية وتوفير العدالة

---

[14]- أسامة الأنصاري، مرجع سبق ذكره، 245.

[15]- صلاح الدين حسن سيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، (الإمارات العربية المتحدة: مكتبة دار الآداب، 1998)، 192.

والإفصاح الكامل في الشركات بما يخدم مصالح المتعاملين وحماية حقوقهم. أما المهام التنفيذية والتشغيلية فقد أوكلت إلى إدارة سوق الأوراق المالية كشركة مساهمة تكون هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق رسمية لتداول الأوراق المالية في المملكة[16].

كما شمل نظام السوق المالية تنظيم مهنة الوساطة والتراخيص الممنوحة للوسطاء حيث نص على أنه لا يجوز لأي شخص ممارسة عمل الوساطة ما لم يكن حاصلا على ترخيص من هيئة السوق المالية، إضافة إلى تنصيب لجنة المنازعات ونظام العقوبات، وإنشاء إدارة الإيداع تختص بالقيام بكافة عمليات إيداع ونقل وتسوية ومقاصة وتسجيل الأوراق المالية المتداولة في السوق.

واستكملت هيئة السوق وضع الأطر التنظيمية للرقي بأداء السوق، حيث اعتمدت الهيئة سنة 2005 ثلاثة لوائح مهمة لتدعيم الإطار التنظيمي. يتعلق الأمر بلائحة طرح الأوراق المالية، ولائحة قواعد التسجيل والإفصاح ولائحة سلوكيات السوق*. وفي سنة 2007 تمت الموافقة على تأسيس شركة مساهمة عامة باسم "شركة السوق المالية السعودية" لتتولى المهام التنفيذية والفنية في إدارة السوق والإشراف المباشر عليها، وتهدف الشركة إلى توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها[17]. وبناءا على طلب هيئة سوق المال والمتضمن فصل النشاط المصرفي عن نشاط الاستثمار قامت البنوك المحلية بتأسيس 13 شركة متخصصة في الاستثمار وإدارة الأصول، كما سمحت لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول جميع الأسهم السعودية ومساواتهم بالمواطنين السعوديين في هذا المجال. كما بدأ في ذات السنة التعامل بنظام تداول الكتروني جديد يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة يوميا.

وسمحت هيئة سوق المال للأجانب شراء أسهم مدرجة في البورصة عبر وسيط سعودي يكون هو المالك الحقيقي للأسهم، ويتيح هذا الإجراء للمستثمر الأجنبي جني العوائد المتولدة عن الأسهم المشتراة دون ممارسته حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.كما أصدرت الهيئة تعليمة لإعادة رسكلة كوادر شركات الوساطة المالية والبنوك من خلال إخضاعهم لاختبارات مهنية بغية تغطية الجوانب الفنية والمعايير المهنية الواجب توفرها فيهم.كما انضمت السوق المالية السعودية إلى عضوية اتحاد البورصات العالمية سنة 2009، وعززت الهيئة مصادر الاستثمار والتمويل في السوق المحلية من خلال إنشاء سوق مالية آلية لتداول الصكوك والسندات لتكون وسيلة جديدة لإدارة السيولة وتوجيهها نحو المشاريع الكبرى.

---

[16]- مساعد النمر، سوق الأسهم السعودية: عشرون عاما من الانجازات، مجلة تداول، العدد الثاني عشر،(الرياض: عراي بيزنيس كومينيكيشن، ربيع 2005)، 31-32.

* لمزيد من التفصيل، انظر: المنظمة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، (الكويت: المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2005)، 30.

[17]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، (الكويت: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2007)، 39-40.

الفرع الثالث: نشأة وتطور الأسواق المالية المحلية في دولة الامارات العربية المتحدة

مرت ظاهرة تداول الأسهم في الإمارات العربية بمراحل متعددة حتى وصلت إلى شكلها الحالي من خلال إنشاء سوقي دبي وابوظبي للأوراق المالية، حيث تمثلت الفترة 1970- 1982 تأسيس العديد من البنوك وشركات المساهمة والتي تزامنت مع نمو النشاط الاقتصادي، ولم تعرف هذه الفترة نشاطا كبيرا لتداول أسهم الشركات والبنوك باعتبار أن أغلبها كان مملوكا للحكومة أو لأفراد مؤسسين أو للعائلات. وفي سنة 1988 بدأ التأسيس لمرحلة جديدة ترافقت مع عودة النشاط الاقتصادي إلى معظم القطاعات الاقتصادية في الدولة، وتطبيق قانون الشركات ما أدى إلى تعزيز الثقافة الاستثمارية لدى العديد من أصحاب رؤوس الأموال، وأصبحت بذلك الأرضية مواتية لتفعيل سوق الإصدار. ورغم أنه في هذه الفترة كان عدد الأسهم المتداولة لم يتجاوز 26 سهم إلا أن قيمتها السوقية ارتفعت من 21,4 مليار درهم في 1988/12/31 إلى 36,1 مليار درهم في 1994/12/31. وعرفت دولة الإمارات ابتداءا من سنة 1995 تأسيس عدد من شركات المساهمة والتي حققت نتائج مالية كبيرة حيث وصلت أرباح بعض البنوك والشركات إلى نسب قاربت رأس المال الأساسي، الأمر الذي أدى إلى تهافت المستثمرين على أسهم هذه الشركات فارتفعت أسعارها متجاوزة قيمها الحقيقية وأخذت عمليات المضاربة عليها حيث وصلت القيمة السوقية لـ 44 سهم متداول إلى 235 مليار درهم قبل نهاية سنة 1998.

ونتيجة وصول أسعار الأسهم إلى مستويات قياسية، بدأت موجة بيع محمومة من اجل تحقيق مكاسب رأسمالية ما أدى إلى تهاوي أسعار الأسهم إذ بلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة 124 مليار نهاية سنة 1998. وتتويجا لمراحل عملية التداول في الأوراق المالية في دولة الإمارات، فقد كان إصدار رئيس الدولة للقانون رقم 04 لسنة 2000 خطوة هامة لتقنين وتنظيم عمليات التداول بعيدا عن التداول العشوائي. وتضمن هذا القانون إنشاء هيئة الأوراق المالية والسلع كجهة رسمية تتولى المهام الرقابية والتنظيمية على أعمال سوق الأوراق المالية، حيث تنص المادة 02 من هذا القانون: "تنشأ في عاصمة الدولة هيئة عامة تسمى "هيئة الأوراق المالية والسلع" تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة التي تصدر تنفيذا لها". وتبع هذا القانون إصدار حاكم دبي للمرسوم رقم 14 سنة 2000 بإنشاء سوق دبي المالي كأول سوق منظمة في دولة الإمارات، وقد نصت المادة 04 من المرسوم أن: "سوق دبي المالي يهدف إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات، وتقديم الاقتراحات، والإشراف والمتابعة اليومية لتداول الأوراق المالية والسلع في إمارة دبي وفقا لأحكام القانون الاتحادي وأحكام هذا القانون". وتم افتتاح سوق دبي المالي في 26 مارس 2000 بإدراج ثمانية شركات مساهمة

فيها، ليرتفع هذا العدد إلى 11 شركة في نهاية سنة 2000. وبلغ عدد شركات الوساطة المرخصة للعمل في السوق 12 شركة منها سبعة بنوك[18].

وفي نفس السنة أصدر حاكم ابوظبي القانون رقم 03 لسنة 2000 في شأن إنشاء سوق ابوظبي للأوراق المالية كثاني سوق مالي رسمي على مستوى الدولة. وقد وضع هذا القانون أهدافا واضحة للسوق، بخلاف سوق دبي المالي، وهي: إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية وإحكام الرقابة على عمليات تداول الأوراق المالية وتنمية الوعي الاستثماري والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي. ويتميز سوق ابوظبي للأوراق المالية بالقرارات التنظيمية التي أصدرها مجلس ادراة السوق المتعلقة بالإفصاح والشفافية حيث الزم الشركات المدرجة بالإفصاح الدوري عن التقارير المالية المحلية والسنوية. وتم افتتاح سوق ابوظبي للأوراق المالية في 15 نوفمبر 2000 بإدراج 12 شركة مساهمة فيها بقيمة سوقية قدرت بـ 13 مليار درهم ليرتفع عدد الشركات إلى 15 شركة حتى نهاية جويلية 2001. ونظام التداول المعتمد في سوقي دبي وابوظبي هو نظاما الكترونيا أسند أمر تسوية الصفقات فيه إلى بنك ابوظبي.

وفي محاولة لدمج سوقي دبي المالي وابوظبي في مؤشر واحد، قام بنك ابوظبي الوطني بإصدار مؤشر ابوظبي لأسواق الإمارات والذي يشتمل على 21 شركة مساهمة تمثل حوالي 32% من حجم السوق الكلي. كما تم اتفاق بين إدارتي سوقي دبي وابوظبي سنة 2002 على توحيد الكفالة المصرفية المقدمة من طرف الوسطاء والشركات المدرجة للسوقين حيث يتم تقديم كفالة واحدة قدرها 10 مليون درهم بدلا من كفالة قدرها 10 مليون لكل سوق[19]. واتخذت هيئة الأوراق المالية والسلع عدة إجراءات سنة 2005، من أهمها: السماح لشركات الوساطة المالية بإدارة المحافظ الاستثمارية من خلال شركة خدمات استثمارية مرخصة من مصرف الإمارات المركزي، والسماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتأسيس مكاتب الوساطة المالية. وشكلت وزارة الاقتصاد والتخطيط لجنة تعنى بوضع تدابير صارمة بشأن تأسيس شركات المساهمة وترشيد إصداراتها من الأوراق المالية وحماية كافة شرائح المستثمرين، منها تقليص الحد الأدنى لإصدارات من 55% إلى ما بين 25% و30%[20].

وبهدف تعزيز دور الهيئة في ضبط إيقاع السوق تم تحويل ملف الإصدارات الأولية لشركات المساهمة العامة من وزارة الاقتصاد إلى هيئة الأوراق المالية والسلع من اجل رفع معايير ترخيص شركات الوساطة بما ينسجم مع المعايير الدولية. ولتشجيع الاستثمار بين دول المنطقة وربط أسواقها الكترونيا، تم التوقيع في نوفمبر من سنة 2006 على اتفاقية للإدراج المتبادل بين سوقي ابوظبي ومسقط للأوراق المالية، وبين سوق ابوظبي

18- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، (أبو ظبي: شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002)،219.

19- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2003، (الكويت: المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2003)،33.

20- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، مرجع سبق ذكره، 30-31.

ومركز إيداع الأوراق المالية في الأردن كخطوة لتسهيل عمليات شراء الأسهم للمستثمرين الراغبين في تنويع محافظهم المالية وتوزيع المخاطر، وإعطاء الفرصة للشركات للحصول على موارد مالية من خارج حدود بلدها.

وفي سابقة هي الأولى من نوعها في الشرق الأوسط، قررت إمارة دبي سنة 2006 تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة وبيع 20% من رأس مالها، بما يعادل 1,6 مليار درهم للاكتتاب، وتم فعليا إدراج أسهمها في مارس 2007.كما أضحت سوق دبي أول سوق عربية تتوافق اكتتاباتها مع أحكام الشريعة الإسلامية الشيء الذي مكنها من استقطاب الاستثمارات المحلية والعالمية الراغبة في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وانخرطت كل من سوقي دبي وأبو ظبي في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية التي سيمكنها من الاستفادة من الخبرات العالمية فيما يتعلق بالقوانين والنظم والتشريعات المعمول بها في الأسواق العالمية. كما أعلن سوق دبي ومؤسسة داو جونز عن إطلاق مؤشر "داو جونز سوق دبي المالي" الذي يقيس أداء الأسهم المتداولة في سوق دبي، ومؤشر "داو جونز سوق دبي تايتنز" الذي يقيس أداء المحافظ الاستثمارية في أسواق المال وغيرها من المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية[21].

الفرع الرابع: نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية

كانت نشأة سوق البحرين للأوراق المالية مرتبطة بموقع دولة البحرين المميز في تجارة الترانزيت وإعادة التصدير جالبة بذلك الشركات والبنوك الأجنبية. ففي سنة 1921 افتتح أول فرع لبنك الشرقي (الذي أصبحت تسميته فيما بعد Shartred Bank)، تلاه البنك البريطاني للشرق الأوسط الذي افتتح سنة 1944. وفي سنة 1956 تم تأسيس أول بنك وطني وهو" بنك البحرين الوطني" كشركة مساهمة عامة، تلاها تأسيس شركات مساهمة في مختلف القطاعات الاقتصادية من تجارة وصناعة وخدمات خاصة بعدما سمحت الحكومة بصورة مفاجئة للعديد من البنوك الأجنبية بافتتاح فروع لها حيث انتقل عدد البنوك من 10 بنوك سنة 1971 إلى 18 بنك مع نهاية سنة 1982[22].

وفي تلك الفترة، كانت عملية تداول الأوراق المالية تتم في سوق غير رسمي وهو "سوق اللؤلؤة" والذي ظل عاجزا عن توفير القيم الحقيقية للأسهم المتداولة بسبب افتقاده للبنية التشريعية والتنظيمية اللازمة لنجاح واستمرار إدارة السوق المالية[23]. وكانت بداية ملامح تنظيم التعامل في الأوراق المالية بصدور القانون رقم 04 لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار

---

[21]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، مرجع سبق ذكره، 47.

[22]- عدنان بسيسو، سوق الوحدات المصرفية الخارجية في البحرين، أعمال المؤتمر حول أسواق راس المال في الدول العربية: واقعها ومجالات تطويرها، (ابوظبي: صندوق النقد العربي،1984)، 203.

[23]- أسامة الأنصاري، مرجع سبق ذكره، 242.

الوزاري رقم 13 لسنة 1988 والذي أرسى القواعد التنظيمية المتعلقة بالتداول والتسويات ليتم بعدها تدشين السوق رسميا بتاريخ 17 جويلية 1989 تحت إشراف "اللجنة العليا للأوراق المالية"[24].

بدأت سوق البحرين للأوراق المالية بتطبيق نظام التداول الآلي في العام 1999، والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي. كما أطلقت إدارة السوق مجموعة من الخدمات الالكترونية من خلال قسم التسويات والإيداع المركزي، وشرعت السوق سنة 2008 في نشر المعلومات الخاصة بالمساهمين في الشركات العامة البحرينية المدرجة ذوي الحصص الملكية التي تصل إلى 5% فأكثر، إضافة إلى عرض النسب الخاصة بتعاملات المستثمرين في السوق من الأفراد والمؤسسات البحرينية وغير البحرينية خلال سنة 2008 والسنوات السابقة. وقد انتقلت السلطة التشريعية والرقابية من وزارة التجارة إلى بنك البحرين المركزي في سنة 2002، لتصبح سوق البحرين للأوراق المالية خاضعة لرقابة وإشراف البنك في كافة أنشطته. وبموجب المرسوم رقم (60) الصادر سنة 2010 تحولت سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة مقفلة بموجب قانون الشركات التجارية، وتخضع في مزاولة أعمالها إلى شروط ومتطلبات مصرف البحرين المركزي. كما تم تغيير الاسم من سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة بورصة البحرين بموجب المرسوم المنشور في الجريدة الرسمية في العدد 2980 في يوم 30 ديسمبر 2010.

وتعتبر سوق البحرين للأوراق المالية من أوائل الأسواق الخليجية التي بادرت إلى فتح الملكية في الأسهم المدرجة، فسمحت إدارة السوق سنة 1999 لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك 100% من أسهم الشركات البحرينية بعدما كانت هذه النسبة في حدود 49%، وتم رفع نسبة تملك المستثمرين الأجانب من 24% إلى 49% في جميع الشركات المدرجة في السوق، مع وجود حرية تحويل الأموال في ظل عدم خضوع عوائد الأسهم للضرائب وهذا ما شجع التعامل في سوق البحرين حيث ارتفعت نسبة المستثمرين غير البحرينيين إلى أكثر من 45% من القيمة السوقية.

الفرع الخامس: نشأة وتطور سوق الدوحة للأوراق المالية

بدأ تداول الأوراق المالية في قطر بظهور شركات المساهمة العامة كشركة قطر الوطنية للملاحة والنقليات التي تأسست سنة 1957 وبنك قطر الوطني الذي تأسس سنة 1964. وكانت أسهم هذه الشركات تتداول بطريقة غير منظمة ما أحدث عدم عدالة التعامل في كثير من الحالات كنتيجة طبيعية لغياب المعلومات وصعوبة تسييل الأسهم. ولأجل ذلك تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية، والتي باشرت مهامها بتاريخ 26 ماي 1997، بموجب القانون رقم (14) الصادر سنة 1995 كمؤسسة رسمية تتمتع بالشخصية المعنوية

[24]- عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، 204.

المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة[25].

وجمعت سوق الدوحة للأوراق المالية حينها بين المهام الرقابية من إشراف على عمليات الإفصاح والرقابة على عمليات التداول وبين المهام التنفيذية من خلال تنفيذ الأعمال المتعلقة بتداول الأوراق المالية ونشر المعلومات والأسعار عن عمليات تداول أسهم الشركات المدرجة بصورة فورية وسريعة. إلا أن القانون رقم (33) الصادر في 2005/09/14 فصل بين المهام التشريعية والمهام التنفيذية من خلال إنشاء هيئة قطر للأسواق المالية لتصبح الجهة الوحيدة صاحبة صلاحيات تنظيم ومنح التراخيص للأسواق المالية والرقابة على عمليات التداول، في حين تتولى شركة سوق الدوحة للأوراق المالية عمليات تداول الأسهم وتقل ملكيتها وإجراء التسويات المالية بين الوسطاء[26].

وفي سنة 2009، تأسست بورصة قطر لتحل محل سوق الدوحة للأوراق المالية كثمرة للشراكة الإستراتيجية بين كل من شركة قطر القابضة وبورصة NYSE Euronext والتي يتمحور هدفها الأساسي في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة تمكنهم من خلالها تداول الأسهم بعدالة وفعالية بناءا على مبادئ الشفافية، وجعل بورصة قطر سوقا عالمية باستخدام أحدث التقنيات المتطورة في مجال الأسواق المالية[27].

الفرع السادس: نشأة وتطور سوق مسقط للأوراق المالية

كان لإنشاء شركة المساهمة "عمان للفنادق" سنة 1971 وطرح أسهمها للاكتتاب وما تلاها من تأسيس شركات المساهمة دورا هاما في بروز سوق الأوراق المالية في سلطنة عمان حيث طرحت هذه الشركات أسهمها للتداول في سوق اتسمت بسيطرة السماسرة في ظل عدم توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين للقيام باتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ومع تزايد عدد شركات المساهمة ونمو الوعي الاستثماري كان لابد من إيجاد إطار تنظيمي ورقابي يؤسس لقانونية عمليات التداول، وتم ذلك من خلال استصدار مرسوم سلطاني رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 والذي ينص على إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية والتي عرفت أول جلسة تداول 1989/05/20. ومنذ إنشائها كانت السوق تعنى بكافة المهام المتعلقة بالقيد والتداول والتسوية وتسجيل الأوراق المالية والرقابة وغيرها من الأعمال. وحيث أن حجم السوق كان صغيرا فان الإطار القانوني والمؤسسي والتنظيمي للسوق كان مناسبا نسبيا وقادرا إلى حد ما على أداء هذه المهام.

---

[25]- رمضان الشراح، دعائم تنشيط سوق الدوحة للأوراق المالية، مجلة السوق، العدد الخامس، (قطر: سوق الدوحة للأوراق المالية، 2005)، 25.

[26]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، مرجع سبق ذكره، 31.

[27]- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية، العدد الثامن والخمسون، (ابوظبي: صندوق النقد العربي، الربع الثاني 2009)،60.

وفي منتصف التسعينات، وكنتيجة للتطورات الاقتصادية والمالية المتسارعة في سلطنة عمان وتنامي دور سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الجديدة بدا الإطار القائم غير قادر على مواكبة هذه التطورات. فعلي سبيل المثال، انتقل عدد الشركات حديثة التأسيس من 19 شركة في الفترة 1989-1993 بقيمة بلغت نحو 72 مليون ريال عماني إلى 37 شركة بقيمة بلغت 138 مليون ريال في الفترة 1993-1996، بل أن نهاية سنة 1997 شهدت لوحدها تأسيس 23 شركة مساهمة[28]. فحركية العمليات اليومية الكبيرة أدت إلى ضعف الدور الرقابي وإلى ضعف أداء السوق للمهام المنوطة بها، وأدى إلى استغلال الكثيرين من خلال تفعيل عنصر المضاربة على عملياتها المالية ما ساهم في تفاقم الأزمة التي شهدتها السوق سنة 1998، حيث انخفض المؤشر العام للأسعار بنحو 51%. ونتيجة لذلك سعت الحكومة العمانية إلى تعديل التشريعات القائمة بما يتوافق مع احتياجات السوق المحلية واتجاهات الأسواق المالية العالمية، فتم استصدار قانون سوق راس المال بتاريخ 1998/11/09 والذي يهدف إلى تفعيل الدور الرقابي وتنظيم كافة العمليات المتعلقة بتداول الأوراق المالية وتوفير المناخ المناسب في السوق وحماية المستثمرين. وانبثق عن هذا القانون إنشاء ثلاثة أجهزة منفصلة، وهي: الهيئة العامة لسوق المال باعتبارها الجهة الرقابية التي تهدف إلى الارتقاء بكفاءة السوق وتنظيم عملياتها وترسيخ قواعد السلوك المهني بين كافة المتعاملين في مجال السوق. سوق مسقط للأوراق المالية، أو البورصة، والتي تعنى بقيد وتداول وتنفيذ إجراءات التسوية والمقاصة حسب الشروط التي يضعها إدارة الهيئة العامة لسوق المال. شركة مسقط للإيداع والتسجيل وهي شركة مقفلة تملك سوق مسقط منها 40%، وتملك البنوك الوطنية والشركات المساهمة الأخرى النسبة المتبقية منها. وتختص الشركة بالحفاظ سجلات المساهمين وإيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأوراق المالية وإصدار شهادات الملكية. واعتمدت هيئة سوق المال نظاما الكترونيا في إدارة عمليات السوق منذ شهر أوت من سنة 1998 بهدف توفير نظام ألي متكامل يضمن سرعة وسهولة ودقة عمليات التداول وتحقيق عدالة توفير وتوزيع المعلومات بين أطياف المستثمرين. ووافقت سلطنة عمان سنة 2008 عن فتح باب الاستثمار المالي أمام المستثمرين الخليجيين من دون تحديد سقف تزامنا مع انطلاق السوق الخليجية المشتركة، وفي هذا الشأن وجهت هيئة سوق المال تعميما لشركات المساهمة العمانية المدرجة في البورصة بمعاملة الخليجيين كالمواطنين في تملك أسهمها لأجل جلب تدفق الاستثمارات الخليجية إلى سوق مسقط للأوراق المالية. ويقسم سوق مسقط للأوراق المالية إلى سوق نظامية وسوق موازية وسوق ثالثة، وتتميز كل سوق عن الأخر شروط الإدراج المحددة من طرف مجلس إدارة السوق*.

---

[28]- يحي بن سعيد الجابري، تعزيز الربط بين أسواق المال العربية، مؤتمر إعادة هندسة التعاون الاقتصادي والمصرفي العربي، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2001)،213.

* لمزيد من التفاصيل، أنظر الموقع الالكتروني لسوق عمان للأوراق المالية على الرابط: www.msm.gov.om

المبحث الثاني: تحليل وتقييم أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية في الفترة 2000- 2007

من أجل الوقوف على مدى مساهمة أسواق الأوراق المالية الخليجية في النشاط الاقتصادي، نتطرق إلى مناقشة بعض المؤشرات الأساسية الدالة على نشاطها من ركودها لنبحث بعدها في النتائج المترتبة عن نشاطها وتجلية أهم العقبات التي تحول دون تطورها.

المطلب الأول: تحليل مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية

هناك مجموعة من المعايير أجمع عليها الاقتصاديون لتقدير درجة تقدم سوق الأوراق المالية ومدى نضجها، من أهمها: حجم السوق، درجة السيولة، ودرجة التركز.

الفرع الأول: تحليل مؤشرات حجم السوق

يمكن بيان سعة السوق من خلال مؤشران أساسيان، هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المقيدة في البورصة.

أولا- مؤشر القيمة السوقية

يعكس مؤشر القيمة السوقية مستوى نشاط سوق الأوراق المالية إذ أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد أسهم الشركات المدرجة فيها أو ارتفاع الأسعار أو كليهما[29]. لكن لا يمكن الاعتماد على هذا المؤشر كليا للدلالة على درجة نمو السوق لأن هناك بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس المال السوقي إلا أنها أسواق غير نشطة.

الجدول رقم17: القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الخليجية للفترة 2000-2007 (مليار دولار)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السعودية	67,16	73,20	74,85	157,31	306,26	646,1	323,85	519
الإمارات	-	-	29,84	44,64	90,58	244,4	167,64	259,3
الكويت	19,84	26,66	35,09	59,52	73,58	123,9	105,95	135,4
قطر	-	-	10,56	26,7	40,43	87,14	60,9	95,09
البحرين	6,62	6,6	7,71	9,7	13,51	17,36	21,12	27,01
سلطنة عمان	3,51	2,63	5,26	7,42	9,31	12,06	13,03	23,08

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنوات:،2000، 2001، 2002، 2003 2004، 2005، 2006، 2007.

[29]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا، الاتجاهات الاقتصادية وأثارها في منطقة أسكوا، (نيويورك: الأمم المتحدة، 2005)، 28-29.

من الجدول أعلاه، يمكن تقسيم أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية من حيث القيمة السوقية إلى ثلاثة مراحل أساسية، وهي:

❖ **مرحلة النمو: وتمتد من سنة 2000 إلى 2006/06/30**

نلاحظ في هذه الفترة تطور القيمة السوقية باتجاه تصاعدي حيث ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم الخليجية من 124 مليار دولار سنة 2000 (كانت تمثل 83,8% من القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية العربية) إلى 163.5 مليار دولار سنة 2002، لتقفز بعد ذلك إلى 1130.96 مليون دولار سنة 2005 (وتمثل ما نسبته 87,67% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية المدرجة في قاعدة صندوق النقد العربي). ويعزي هذا الارتفاع القياسي في القيمة السوقية لأسواق الخليج إلى مجموعة من الأسباب، من أبرزها:

– عودة جزء مهم من رؤوس الأموال العربية من الخارج المقدرة بنحو 200 مليار دولار أمريكي نتيجة أحداث 11 سبتمبر 2001.

– تدفق سيولة نقدية عالية إلى أسواق دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة ارتفاع أسعار النفط من 24,40 دولار للبرميل سنة 2002 إلى 75دولار للبرميل في منتصف سنة 2005، حيث قدرت هذه السيولة حسب تقارير HSBC بحوالي 300 مليار دولار منذ سنة 2002، وقد تم توجيه جزء كبير منها إلى الأسواق المالية. - بقاء مستويات أسعار فائدة على الودائع بالعملات المحلية والدولار منخفضا ما أدى إلى توجيه جزء كبير من المدخرات منخفضة في دول مجلس التعاون الخليجي إلى أسواق الأسهم.

– تحقيق نتائج إيجابية من طرف الشركات المدرجة بما يقارب 30% في الفترة 2002- 2005 متفوقة بذلك على الأرباح المحققة في الأسواق الناشئة البالغة نسبة 20%، الأمر الذي زاد من إقبال المستثمرين على شراء الأسهم[30]. وحققت سوق الأوراق المالية السعودية حصة الأسد من الزيادات المتتابعة في القيمة السوقية للدول العربية ولدول المجلس حيث استأثرت بـ 35,8% من إجمالي القيمة السوقية للدول العربية و45,75% من إجمالي القيمة السوقية لدول مجلس الخليج سنة 2002، و49,20% من إجمالي القيمة السوقية للدول العربية و57,38% من إجمالي القيمة السوقية لدول الخليج سنة 2004، وبلغت هذه النسب 50,1% و57,14% على التوالي سنة 2005. تأتي أسواق الإمارات في المرتبة الثانية من حيث القيمة السوقية حيث بلغت نسبتها إلى إجمالي القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي 14,28% سنة 2002، و16,97% سنة 2004. وتلي أسواق الإمارات سوق الكويت حيث قدرت مساهمتها من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الخليجية بـ 21,46% سنة 2002 و13,78%

---

[30]- الهيئة العامة لسوق المال، ارتفاع القيمة الرأسمالية لأسواق المال الخليجية، مجلة سوق المال، العدد 32، ([illegible]: الهيئة العامة لسوق المال، 2006)، 37.

سنة 2004. في حين يعد سوق مسقط للأوراق المالية من اضعف أسواق دول مجلس التعاون الخليجي من حيث القيمة السوقية حيث بلغت نسبة قيمتها السوقية إلى أجمالي القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي 3,22% سنة 2002 و1,74% سنة 2004.

❖ **مرحلة التراجع إبتداءا من 10/07/ 2006**

سجلت معظم أسواق الأوراق المالية الخليجية تراجعا ملحوظا في قيمها السوقية إبتداءا من 2006/07/10 بلغت في مجملها 38,77% مقارنة بسنة 2005، كان اكبر نصيب منها للسوق السعودي بانخفاض قدر بـ 49,87%، وتاوت القيمة السوقية لأسواق الإمارات بـ 19,20%، وسوق الكويت بـ 14,48%، وسوق الدوحة بـ 30,11%. في حين شهدت القيمة السوقية لسوق البحرين ارتفاع يقدر بـ 21,65%، وسوق مسقط ارتفاعا بـ 8,04%.

ومن الأسباب الرئيسية التي تقف وراء الانخفاض في القيمة السوقية للبورصات الخليجية عمليات التصحيح السعري التي حدثت في معظم هذه البورصات بسبب بلوغ أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة اقتصاديا ما دفع للمضاربة إلى أوجها، فانكشفت عروة تلك الفجوة بين القيم السوقية للأسهم المتداولة وقيمها الحقيقة ما أدى إلى خسارة أسواق الرياض والكويت ودبي وأبو ظبي والدوحة ما يزيد عن 200 مليار دولار من قيمتها السوقية في بداية سنة 2006[31]. إضافة إلى النمو المطرد في أسواق العقارات والذي انعكس سلبا على مستوى السيولة، وارتفاع معدلات أسعار الفائدة بالنظر إلى ارتباط معظم عملات دول الخليج بالدولار الأمريكي.

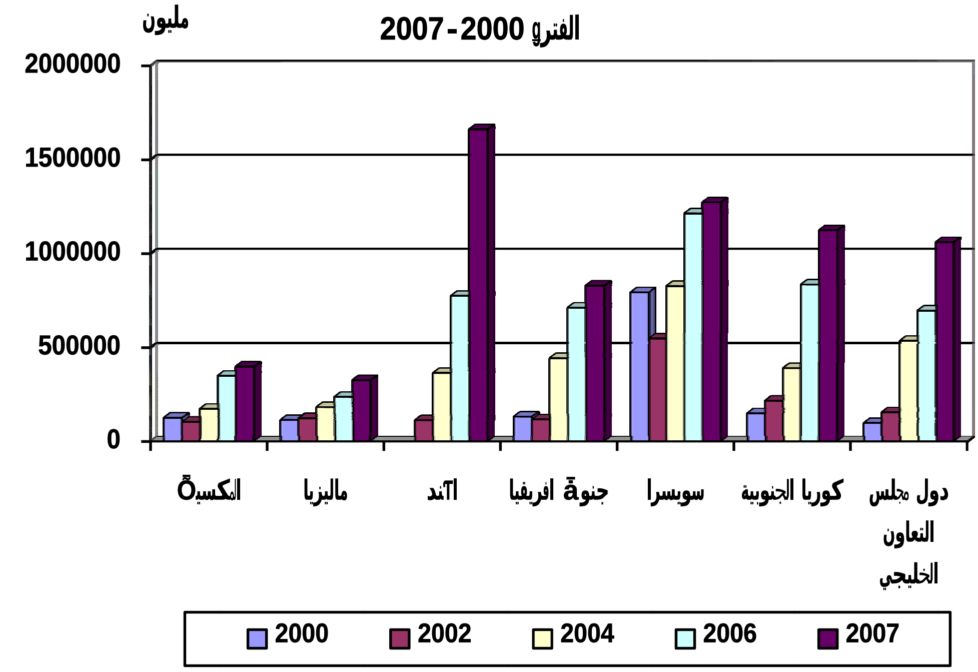
❖ **مرحلة الانتعاش إبتداءا من سنة 2007**

بتجاوز مرحلة التصحيح واتخاذ دول مجلس التعاون الخليجي مجموعة من الإجراءات التشريعية والتنظيمية لغرض تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة الوعي الاستثماري من خلال ترشيد سلوك المستثمرين وتحسين المناخ الاستثماري، فارتفعت القيمة السوقية لأسواق أسهم دول المجلس من 692.49 مليار دولار سنة 2006 إلى 1058.88 مليار دولار سنة 2007.

ونشير أن أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تتسم بانخفاض القيمة السوقية إذا ما قورنت بالأسواق المتقدمة والناشئة، فهي لا تتجاوز في أحسن أحوالها نسبة 2% من إجمالي القيمة السوقية لبورصات العالم، وبالتحديد فقد بلغت هذه النسبة 1,47% سنة 2007. وتعادل القيمة السوقية لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي تقريبا ثلثي القيمة السوقية لكل من الهند والبرازيل، ولا تمثل سوى 5% فقط من القيمة السوقية للسوق الأمريكي، وهذا ما يفسر الأهمية الضعيفة لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي في منظومة البورصات العالمية.

31- هشام البساط، دروس وعبر: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها 2004- 2006، ندوة استثمار الفوائض المالية العربية،(عمان: الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، 2006)، 76.

الشكل رقم 24 : القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الاوراق المالية الخليجية مقارنة ببعض الاسواق الناشئة خلال الفترة 2000-2007



المصدر: من إعداد الباحث استنادا إلى: بيانات الاتحاد الدولي للبورصات، www.world-exchanges.org، تاريخ الإطلاع: 2011/10/22.

ثانيا- مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق

يمكن الاستعانة بعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على سعة السوق، ومدى التطور الحاصل فيها، وكذا قدرتا على جذب الشركات الإنتاجية لتدبير احتياجاتا المالية باعتبار أن زيادة عدد الشركات المدرجة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني. ويبين مؤشر عدد الشركات المدرجة الشركات التي يسمح لها بطرح أوراقها المالية بالسوق الأولية والتي استوفت متطلبات الإدراج وفق اللوائح الصادرة عن الهيئات المعنية بتنظيم التداول. إلا أن هذا المؤشر يفقد دلالته إذا لم يلحق بمؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير في حين تكون إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا[32].

تظهر البيانات أن عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الخليجية أخذت اتجاها صعوديا حيث ارتفع عددها من 212 شركة سنة 1994 إلى 645 شركة مدرجة سنة 2007، أي بنسبة نمو تعادل 204%. وارتفعت نسبة الشركات المدرجة في أسواق المال الخليجية إلى مجموع الشركات المدرجة في الأسواق العربية، إذ وصلت هذه النسبة إلى 48,57% سنة 2010 بعد أن كانت تمثل 31,6% سنة 2005 و19,8% سنة 2000.

[32]- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق المال خلال مدة التحول لاقتصاد السوق، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005)، 93.

الجدول رقم 18: عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الخليجية في الفترة 2000- 2007

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السعودية	75	76	68	70	73	77	86	111
الكويت	86	88	95	108	125	156	180	196
البحرين	41	42	40	44	45	47	50	51
دبي	-	-	12	13	18	30	46	55
أبوظبي	-	-	24	30	35	59	60	64
قطر	-	-	25	28	30	32	36	40
سلطنة عمان	131	96	140	141	123	125	121	125
إجمالي الشركات الخليجية المدرجة	**333**	**302**	**404**	**434**	**449**	**526**	**579**	**642**
إجمالي الشركات العربية المدرجة	**1678**	**1687**	**1826**	**1723**	**1597**	**1665**	**1632**	**1550**
شركات الخليجية/الشركات العربية	**19,8**	**17,9**	**22,12**	**25,18**	**28,1**	**31,6**	**35,4**	**41,41**

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أعداد متفرقة.

من خلال بيانات الجدول أعلاه، يتبين أن الإدراجات في أسواق الأوراق المالية الخليجية جاءت جد متواضعة، ففي سنة 2005 بلغ إجمالي الإدراجات الجديدة في الأسواق الخليجية 77 شركة، وفي سنة 2006 انخفضت إلى 53 شركة، وفي سنة 2008 انخفضت إلى 35 شركة وذلك نتيجة شطب قيد عدد من الشركات التي لم تف بمتطلبات القيد. وقد جاءت سوق الكويت للأوراق المالية في المرتبة الأولى من إجمالي الإدراج في المنطقة بمعدل يقدر بـ 12,8 شركة مدرجة خلال فترة الدراسة، تليها السعودية بمعدل 7,9 شركة فدبي بـ 6,625 شركة. وعلى هذا الأساس تعد أسواق الأوراق المالية الخليجية فقيرة من حيث عدد الشركات المدرجة مقارنة ببعض الأسواق المتقدمة والناشئة والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم 19: عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق الناشئة والمتقدمة في الفترة 2002- 2007

	2002	2004	2006	2007
دول مجلس التعاون الخليجي	404	449	579	642
الولايات المتحدة الأمريكية	2366	2229	2280	2297
لندن	2272	2837	3256	3307
استراليا	1421	1583	1829	1998
المكسيك	169	326	355	367
هونج كونج	978	1096	1173	1241
جنوب إفريقيا	451	389	389	411

المصدر: بيانات الاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سبق ذكره.

الفرع الثاني: تحليل مؤشرات السيولة

يقصد بسيولة السوق القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، وهذا ما يجعل الاستثمار في السوق أقل خطرا، ويزيد من فرص الشركات المدرجة بالسوق في الحصول على احتياجاتها التمويلية المستمرة بتكلفة معقولة ويجعل الأصول المالية أكثر قبولا كضمان القروض المصرفية ما يؤدي إلى تعزيز الاستثمار[1]. ومن أهم المؤشرات المستخدمة لقياس درجة سيولة السوق نجد: حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة ومعدل الدوران.

أولا- مؤشر حجم التداول

يعبر هذا المؤشر عن قيمة الأسهم التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وتختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، وهو يعكس حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب فيها في السوق ومستوى السيولة في السوق المالي.

[1]- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، 213.

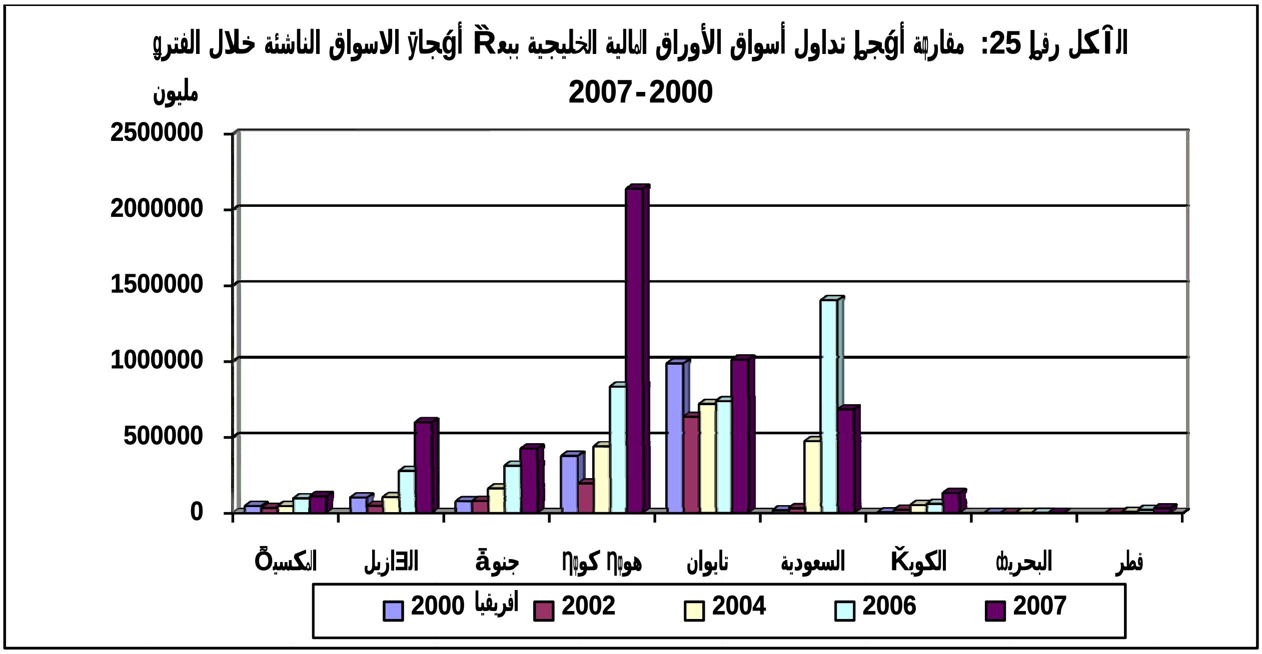
الجدول رقم 20: تطور قيم حجم تداول الأسهم في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي- مليار دولار-

	السعودية	الكويت	الإمارات	قطر	البحرين	مسقط
2000	17,313	4,208	-	-	0,245	0,551
2001	22,223	11,711	-	-	0,25	0,419
2002	30,974	21,223	1,57	0,883	0,206	0,581
2003	159,055	54,728	2,029	3,22	0,261	1,334
2004	472,99	51,817	18,184	6,343	0,436	1,985
2005	1103,582	97,298	138,809	28,252	0,711	3,32
2006	1402,942	59,6	113,956	20,584	1,386	2,214
2007	682,287	130,896	151,043	29,927	1,069	5,211

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أعداد متفرقة.

يبين الجدول السابق مدى التطور الحاصل في أحجام التداول في أسواق الأوراق المالية الخليجية، حيث ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة من 34.6 مليار دولار سنة 2001 إلى 551.71 مليار دولار سنة 2004 إلى 1603.65 مليار دولار سنة 2006 إلى 1000.45سنة 2007. وتعد المملكة السعودية من أكبر أسواق المنطقة سيولة، حيث تصدرت قائمة الأسواق العربية بنسبة 47,3% من إجمالي حجم التداول و55,43% من إجمالي التداول في الأسواق الخليجية سنة 2002، وبنسبة 83,23% من إجمالي التداول في الأسواق العربية و85,72% من إجمالي التداول في الأسواق الخليجية سنة 2004، وبنسبة 83,26% من إجمالي التداول في الأسواق العربية و87,74% من إجمالي التداول في الأسواق الخليجية سنة 2006. تلي السعودية من حيث حجم التداول سوق الكويت حيث بلغت نسبتها 32,4% من إجمالي حجم التداول في الأسواق العربية و38,28% من إجمالي حجم التداول في الأسواق الخليجية سنة 2002، وتأتي هذه النسب على الترتيب: (9,12، 9,39) سنة 2004، (3,54، 3,71) سنة 2006. وتلحق بسوق الكويت أسواق الإمارات في المرتبة الثالثة من حيث حجم التداول، حيث بلغ حجم تداول أوراقها المالية ما نسبته 2,8% من إجمالي التداول في الأسواق الخليجية سنة 2002، و3,29% سنة 2004 و7,10% سنة 2006. وتعد سوق البحرين اضعف سوق من حيث حجم التداول الذي بلغت نسبته من إجمالي حجم التداول في الأسواق الخليجية: 1,04% سنة 2002، و0,07 % سنة 2004 و0,086 % سنة 2006.

وبمقارنة حجم تداول أسواق دول مجلس التعاون مع بقية الأسواق الأخرى، نجد أن سوق الأسهم السعودي تمتلك سيولة عالية تفوق تلك المسجلة في بعض الأسواق الناشئة، في حين تعد نسبة السيولة في كل من أسواق قطر والبحرين ومسقط وإلى حد ما أسواق الإمارات متواضعة.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول 19 وبيانات الاتحاد الدولي للبورصات.

ولا يفهم من مؤشر حجم التداول أن كل زيادة في حجم التداول تعني زيادة في حجم السيولة، وأن كل انخفاض في حجم التداول يعني انخفاض في حجم السيولة، فهذا ليس صحيحا في كل الأحوال. فقد يزيد حجم التداول ويتضاعف عدة مرات بسبب عمليات المضاربة التي تدور السهم بيعا وشراءا عدة مرات. وعليه يجب قراءة هذا المؤشر بمعية مؤشرات أخرى كقيمة مؤشر البورصة مثلا، فإذا ارتفع حجم التداول وصاحب ذلك ارتفاع في قيمة مؤشر السوق فيمكن استنتاج أنه هناك سيولة جديدة دخلت السوق، وعلى عكس ذلك إذا انخفضت قيمة مؤشر السوق بصورة متزامنة مع انخفاض حجم التداول فذلك يعني خروج سيولة من السوق.

ونشير أن ارتفاع حجم تداول الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي إنما كان انعكاسا مباشرا لمجموعة من العوامل، من أهمها: إدخال التداول الالكتروني لتسوية الصفقات ما أكسب التعاملات في هذه الأسواق السرعة في التنفيذ، السماح للمستثمرين الأجانب سواء كانوا خليجيين أو عرب أو أجانب من تملك الأوراق المالية ما أفضى إلى تدفق سيولة إضافية إلى أسواق هذه الدول، والتسهيلات الائتمانية الممنوحة إلى المستثمرين من طرف البنوك لشراء الأوراق المالية من أسواق هذه الدول.

ثانيا- عدد الأسهم المتداولة

تشير البيانات المتاحة إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية الخليجية باضطراد حيث ارتفع عددها من 2,9 مليار سهم سنة 1994 إلى 7,87 مليار سنة 2000 إلى 50,890 مليار سهم سنة 2004 إلى 292611 مليار سهم سنة 2007، وهي بذلك تمثل النسبة الأكبر من بين الأسهم المتداولة في المنطقة العربية حيث تجاوزت حاجز 87% من الإجمالي المتداول في الأسواق العربية خلال الفترة 2000-2007.

الجدول رقم 21: عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية الخليجية في الفترة 2000-2007(مليون سهم)

	2000	2002	2004	2005	2006	2007
السعودية	552	1735,8	10298,3	12281,3	54439,7	57866
الكويت	6758,29	42163,3	33540,33	52201,3	37658	70417
الإمارات	-	209,23	561,44	33858,3	50912,9	157324
قطر	31,6	47,2	305,4	1033	2458,4	3411
البحرين	422	352,9	336,5	458,3	727,6	851
سلطنة عمان	144,3	191,1	349,9	452,2	922,2	2742
مجموع الأسهم الخليجية	7908,19	44699,5	50890.77	100284.6	147118,8	292611
مجموع الأسهم العربية	9073,07	46086,3	57028,74	110848	168582,1	323000
نسبة الأسهم الخليجية إلى الأسهم العربية %	87,16	96,99	79,59	90,47	87,26	90,59

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أعداد متفرقة.

وقد حققت سوق دبي أعلى مستوى من حيث عدد الأسهم المتداولة في الأسواق الخليجية حيث وصل عدد الأسهم المتداولة فيها حوالي 105.25 مليار سهم سنة 2007 تليها سوق الكويت بـ 40.41 مليار سهم. أما على مستوى معدل نمو عدد الأسهم المتداولة فقد حققت سوق الدوحة للأوراق المالية أعلى معدل نمو بقيمة 62,80% خلال الفترة 2005-2010، تليها سوق مسقط للأوراق المالية بمعدل نمو 62,29%، فسوق الأسهم السعودية بمعدل نمو 54,18%.

ويرجع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في أسواق دول المجلس إلى الجهود المبذولة من طرف الهيئات العامة لهذه الأسواق لتحديث عمليات التداول. ففي سلطنة عمان أصدر البنك المركزي تعميما يسمح بموجبه تمويل شراء الأسهم عن طريق القروض المصرفية، وفي السعودية قامت هيئة سوق المال بوضع قيود على الشركات المتداولة التي تعاني من الخسارة إما بإعادة هيكلة إدارتها أو إيقافها عن التداول، إضافة إلى إقرارها نظاما جديدا لشركات المساهمة والمتضمن إعادة هيكلة راس مال الشركات وتخفيض قيمة الأسهم الاسمية إلى ريال واحد[2].

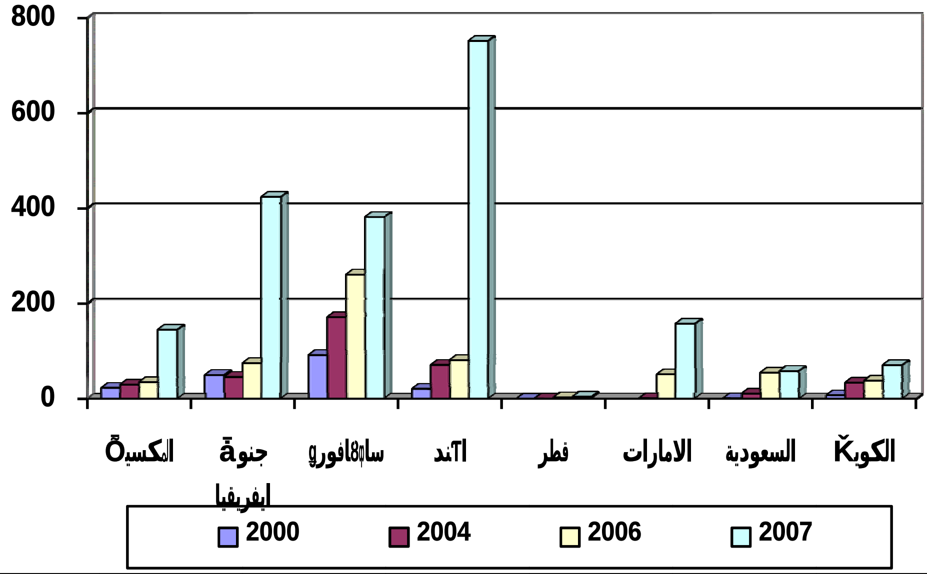
---

[2]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، مرجع سبق ذكره، 39.

وفي سوق ابوظبي تم التوقيع على مجموعة من الاتفاقيات الثنائية التي تسمح بالإدراج المزدوج في السوقين ما يسمح بتدفق استثمارات متبادلة في الأسواق، كتلك الاتفاقية الموقعة بين سوقي ابوظبي ومسقط للأوراق المالية سنة 2006، واتفاقية إيداع مركزية بين سوقي ابوظبي للأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية في الأردن في نفس السنة[3]. وفي إجراء نوعي قامت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية سنة 1998 بإدخال أسلوب التعامل بالمستقبليات المالية وتحديث مكونات السوق من خلال اعتماد سوق مواز بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على إدراج أوراقها المالية فيه استعدادا للتحول إلى السوق المنظمة.

ورغم هذا التطور في أعداد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية في دول الخليج، إلا أنها تبقي متواضعة إذا ما قورنت بتلك الأعداد من الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية الناشئة، والشكل التالي يبين ذلك.

الشكل رقم 26: أعداد الاسهم المتداولة في عدد من اسواق الاوراق المالية الخليجية مقارنة بأعدادها في بعض الأسواق الناشئة في الفترة 2000-2007



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول 20 وبيانات الاتحاد الدولي للبورصات.

ثالثا- مؤشر معدل دوران السهم

يقيس مؤشر معدل دوران السهم النسبة المئوية لتداول أسهم شركة*، أو مجموعة شركات داخل قطاع معين أو أسهم جميع الشركات المقيدة في السوق للتعرف على حركة الأسهم في السوق خلال فترة زمنية

---

[3]- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2006، مرجع سبق ذكره، 39.

* نحصل على مؤشر معدل دوران السهم بقسمة القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية على القيمة السوقية، فكلما ارتفع حجم التداول بمعدلات أعلى من القيمة السوقية ازدادت قيمة المؤشر لتشير إلى ارتفاع مستوى السيولة.

معينة[4]، فكلما زادت معدلات التداول على سهم ما فهذا يعني ارتفاع سيولته مما يتيح فرصا للمستثمرين للدخول والخروج من هذا السهم وقت ما شاءوا وبالتالي تنخفض درجة المخاطرة الاستثمار في هذا السهم.يستخدم هذا المؤشر كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات حيث أن انتقال ملكية الأوراق المالية من يد إلى يد وبمعدلات سريعة توحي بانتفاء معوقات إبرام وتسوية الصفقات والتي من بينها التكلفة العالية. ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة من حيث سيولتها ولكنها غير نشطة بفعل انخفاض معدل الدوران فيها.

الجدول رقم 22: معدل دوران السهم في أسواق الأوراق المالية الخليجية في الفترة 2000-2007.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السعودية	25,77	30,35	41,38	101,1	154,4	170,8	429,22	131,4
الكويت	21,2	43,92	60,46	91,93	70,4	78,5	56,25	96,7
الإمارات	-	-	4,78	4,54	15,16	56,79	67,97	114,2
قطر	-	-	12,1	12,05	15,7	32,42	33,8	31,3
البحرين	3,7	3,79	2,67	2,69	3,4	4,09	6,6	3,95
عمان	15,6	15,93	11,04	18,41	21,3	27,52	16,98	22,6

المصدر: من إعداد الباحث استنادا إلى الجدولين 16 و19.

يتضح من الجدول السابق أن معدل دوران السهم في أسواق الأوراق المالية الخليجية لم يستقر على وتيرة واحدة، فهو متذبذب صعودا ونزولا خلال فترات متباينة، فخلال الفترة 2000- 2006 سجلت السوق السعودية أعلى معدل دوران الأسهم وصلت نسبتها إلى 429,22% سنة 2006 ما يفسر كثافة تداول الأسهم في هذه الفترة والتي صاحبت الفورة في أسعار الأسهم وفي معدلات الأرباح والتي أوصلت السوق إلى أعلى مستوياته نهاية سنة 2005 وبداية سنة 2006 قبل حدوث التراجع في أسعار الأسهم في فيفري 2006.

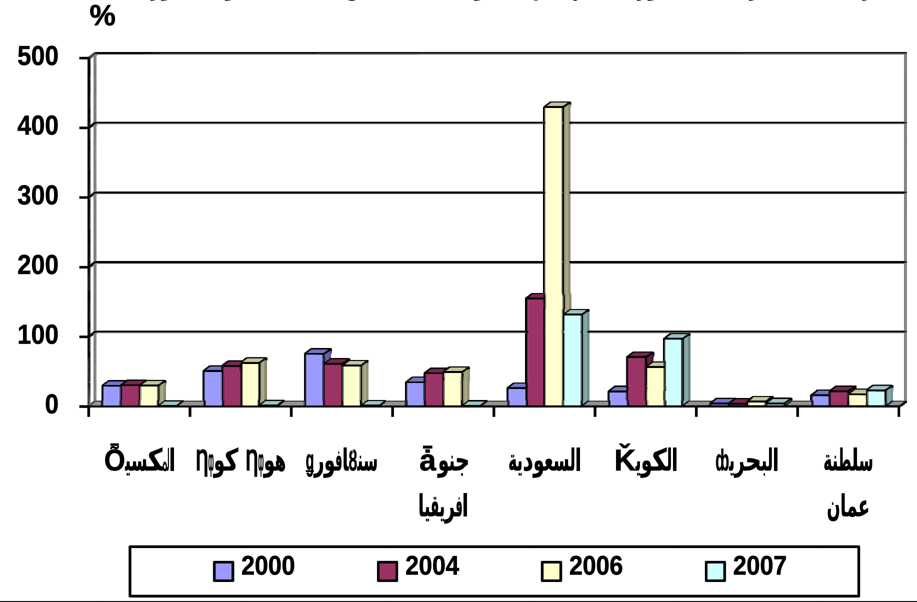
كما ارتفع معدل دوران السهم في سوق الكويت للأوراق المالية من 21,2% سنة 2000 إلى 78,5% سنة 2005 ليتراجع إلى 56,25% سنة 2006 بسبب تراجع القيمة السوقية للأسهم المتداولة من 97,3 مليار دولار سنة 2005 إلى 59,6 مليار دولار سنة 2006 وما تبع ذلك من انخفاض في كثافة التداول بهذه السوق. بينما عرفت أسواق كل من قطر والبحرين نسب متواضعة لمعدل دوران السهم حيث انتقل في البحرين من 3,7% سنة 2000 إلى 6,6% سنة 2006، وفي قطر انتقل من 12,1 سنة 2002 إلى 33,8 سنة 2006.

كما عرف هذا المؤشر تذبذبا واضحا في سوق مسقط إذ ارتفع من 15,6% سنة 2000 إلى15،93% سنة

[4]- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع العام إلى الملكية الخاصة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1996)، 136.

2001 لينخفض إلى 11,04% سنة 2002 ليرتفع إلى 27,52% سنة 2005 لينخفض إلى 16,98% سنة 2006.

الشكل رقم 27: مقارنة معدل دوران السهم في الأسواق الخليجية مع عدد من أسواق الأوراق المالية الناشئة



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الجدول 21 وبيانات الاتحاد الدولي للبورصات.

إن متابعة مؤشرات سيولة السوق تكشف عن تباين حجم السيولة في دول مجلس التعاون الخليجي، فهي مرتفعة في الدول التي تعتمد على النفط بدرجة كبيرة كالمملكة العربية السعودية والكويت والإمارات وبدرجة اقل قطر والبحرين، بينما تعد منخفضة في سلطنة عمان. وتتأثر سيولة السوق في دول المجلس كثيرا بارتفاع المداخيل النفطية التي غالبا ما تفضي إلى عمليات مضاربية واسعة نتيجة تسرب جزء كبير منها إلى الأسواق المالية، وهذا ما يعكس لنا عدم الانسجام بين مؤشر القيمة السوقية وبين عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق الخليجية. ففي سنة 2005 مثلا، كانت 77 شركة مقيدة في السوق السعودية بقيمة سوقية تقدر بـ 646.1 مليار دولار، في حين بلغ عدد الشركات المقيدة في سوق المكسيك للأوراق المالية 696 شركة بقيمة سوقية تقدر بـ 476.1 مليار دولار.

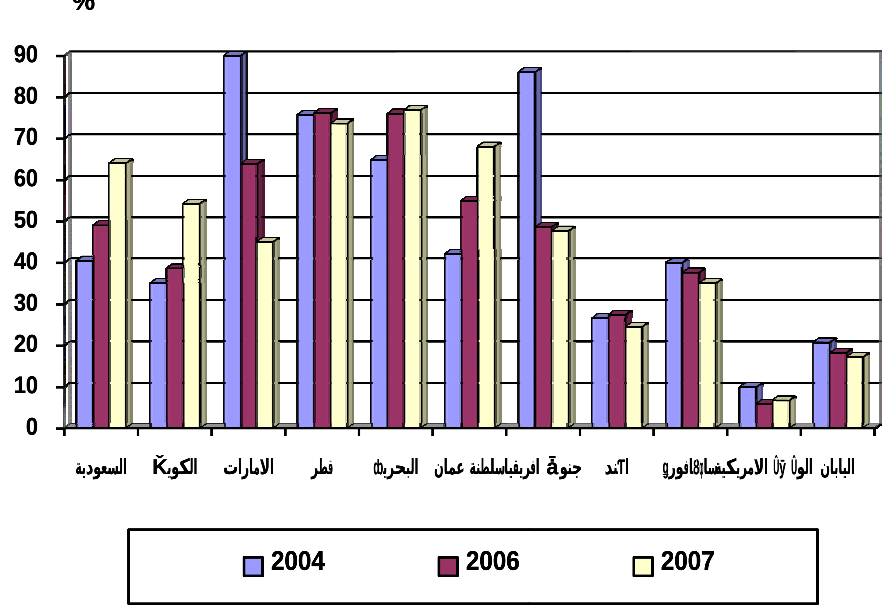
الفرع الثالث: تحليل مؤشرات درجة التركز

يمكن قياس درجة تركز التداول كمعيار أخر من معايير السيولة لتحديد مدى وحجم درجة نمو سوق الأوراق المالية من خلال قياس نسبة عدد الشركات التي يتم التعامل على أسهمها على عدد الشركات المقيدة في السوق، أو من خلال رصد تداول أكبر عشرة شركات إلى إجمالي التداول في السوق. ويتضح من خلال البيانات المتاحة ارتفاع درجة تركز التداول في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي حيث يتركز

التداول على عدد محدود من الأسهم بينما الغالبية من الأسهم تشهد تداولات ضعيفة، حيث ذكر تقرير لشركة "كامكو" أن أكثر 10 شركات تداولا في كل سوق، والباقي عددها 70 شركة، شكلت مجتمعة حوالي 50% من إجمالي التداول منذ بداية سنة 2010. وأن 100 شركة من اصل 640 شركة مدرجة في أسواق الأسهم الخليجية استحوذت على 80% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأسهم الخليجية بما يعادل 566 مليار دولار، والبالغة حوالي 708 مليار دولار في أكتوبر 2001[5]. ففي البحرين مثلا، بلغت نسبة تركز حجم التداول على أسهم 5 شركات 59,9% سنة 2004، و73% سنة 2006 و72% سنة 2007. وفي قطر بلغت هذه النسبة 75,68% سنة 2004، و86,23% سنة 2006 و71,70% سنة 2007. وهذا ما يعني إجمالا تراجع الفرص المتاحة أمام المستثمرين واللجوء إلى الأسهم القيادية بهدف ضمان السيولة الكافية وتحقيق العوائد الممتازة بالرغم من وجود عدد كبير من الأسهم الجيدة ذات العوائد الممتازة والتي لا تشهد تداولات نشطة، كما يدل هذا التركيز المرتفع على عدم قدرة الأسواق الخليجية تأمين السيولة وقلة فعاليتها في توجيه السيولة على الشركات.

وتعد درجة تركيز التداول مرتفعة في أسواق دول الخليج إذا ما قارناها بمثيلاتها في الأسواق الناشئة، فهي في حدود 48,6% في جنوب إفريقيا، و27,4% في الهند، و35,5% في تايوان.

الشكل رقم 28: مقارنة درجة تركيز التداول في اسواق المال الخليجية مع بعض الأسواق الناشئة



المصدر: التقارير السنوية لهيئات العامة لأسواق الأوراق المالية الخليجية وبيانات الاتحاد الدولي للبورصات.

---

[5] - جريدة الراي، ركن الاقتصاد، العدد 11798، الخميس 20 أكتوبر 2001، www.alraimedia.com.

المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية الخليجية

من خلال رصد الوضع الراهن للأسواق المالية الخليجية وتحليل المؤشرات المتعلقة بنشاط هذه الأسواق، يتبين لنا أن هذه الأسواق تشترك في مجموعة من الخصائص، نذكر أبرزها فيما يلي.

الفرع الأول: ضآلة حجم السوق

تتميز أسواق الأوراق المالية الخليجية بضيق نطاقها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة وأسواق الدول الناشئة. وتتجلى هذه الميزة في انخفاض عرض الأدوات المالية التي تتيح الخيارات لمريدي الاستثمار والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وفي انخفاض الطلب والذي يقاس بحجم أوامر الشراء.

ففي جانب العرض، يعد متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الخليجية متواضعا مقارنة بالأسواق المتقدمة والناشئة، حيث يصل متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة إلى 300 شركة وفي الأسواق المتقدمة إلى 700 شركة ويبلغ في الأسواق الخليجية حوالي 100 شركة[6]. كما تتسم الأسواق الخليجية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي للشركات المدرجة والذي يشير إلى قدرة الشركات على تمويل أنشطتها الاستثمارية، حيث وصل متوسط حجم راس مال الشركة الواحدة إلى 700 مليون دولار سنة 2007، ما عدا السوق السعودي الذي بلغت فيه متوسط حجم الشركة إلى حوالي ثلاثة مليارات دولار أمريكي.

كما تتسم أسواق الأوراق المالية الخليجية بانخفاض مؤشر نشاط السوق، حيث لا يتجاوز مؤشر دوران السهم في الأسواق الخليجية، ماعدا السعودية والكويت، نسبة 25% بينما تصل هذه النسبة في الأسواق الناشئة الآسيوية إلى 75% [7]. ناهيك عن سيطرة الحكومات على نسبة عالية من أسهم الشركات وعدم طرحها للاكتتاب العام بسبب ضعف وتيرة عمليات خصخصة شركات القطاع العام. أضف إلى ذلك التوجه السائد لدى معظم المدخرين في كثير من الأسواق الخليجية نحو أشكال قانونية أخرى للشركات غير شركات المساهمة ومن خلال تأسيس شركات فردية لا تقوم على فصل الملكية عن الإدارة.

وفيما يتعلق بجانب الطلب، فان من أهم أسباب انخفاضه في الأسواق الخليجية هو استحواذ معاملات الأفراد على حجم التعامل في الأسواق وتدني الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي حيث أن دور المؤسسات لا يتعدى 20% من حجم التعامل في البورصات الخليجية مقابل 80% للأفراد، بينما تصل مساهمة هذه المؤسسات إلى أكثر من 85% من إجمالي حجم التداول في البورصات العالمية المتطورة. ويعد النقص النسبي في وجود المستثمرين المؤسسيين أحد الخصائص المميزة لأسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي خاصة إذا علمنا أن المدخرات في المنطقة تتميز بالطابع المؤسسي إلى درجة كبيرة مع وجود عدد كبير من مؤسسات

---

[6]- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، العدد الثمانون، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)، 03.

[7]- المرجع السابق، 04.

المعاش والتأمين الاجتماعي التابعة للدولة منذ فترات طويلة، إضافة إلى صناديق الثروة السيادية والتي تحبذ استثمار جانب كبير من أموالها في الخارج الأمر الذي يؤدي إلى تقليص مقدار الأموال السائلة الموجهة إلى الأسواق المحلية.

ففي بورصة ابوظبي بلغ نصيب المستثمرين المؤسساتيين من إجمالي قيمة الشراء خلال سنة 2007 نحو 32,60% مقابل 67,40% لصالح الأفراد، وبلغ نصيب هذه الفئة من المستثمرين من إجمالي قيمة البيع بالسوق في نفس السنة نحو 29,62% مقابل 70,38% للأفراد. وفي سوق الدوحة للأوراق المالية لا يتجاوز نصيب الاستثمار المؤسسي 37% من إجمالي قيمة الشراء و31% من إجمالي قيمة البيع.

الجدول رقم 23: تصنيف المتداولين في بعض أسواق الأوراق المالية الخليجية لشهر أوت من سنة 2007 (%)

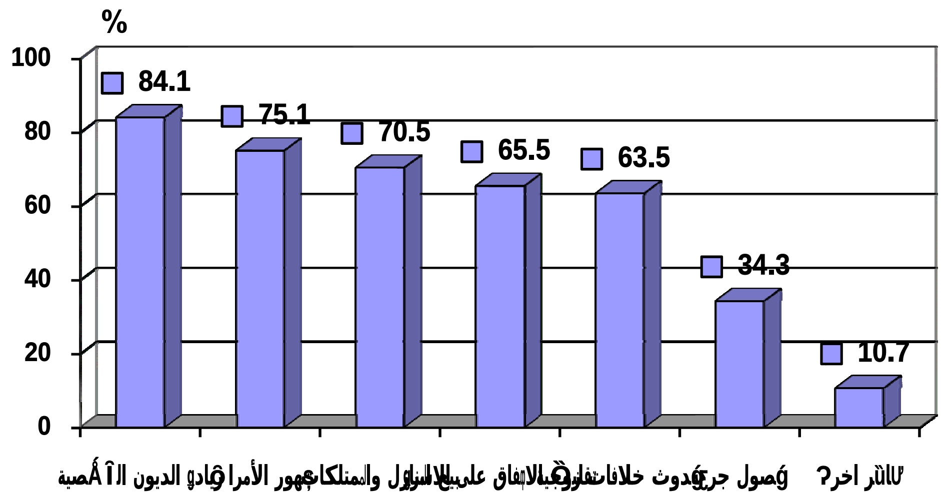
	أفراد		مؤسسات	
	بيع	شراء	بيع	شراء
الكويت	55,6	64,7	44,4	35,3
السعودية	88	88,9	12	11
دبي	72,4	63,8	27,6	36,2
قطر	78,8	62,4	21,2	37,6

المصدر: إبراهيم أونور، مرجع سابق، 05.

يوضح الجدول أعلاه أن سوق الأسهم السعودي هو اضعف سوق من حيث تداول المستثمرين المؤسسيين، حيث تشير البيانات الصادرة عن شركة السوق المالية "تداول" أن الاستثمار المؤسسي استحوذ نهاية سنة 2007 على 12% من إجمالي التعامل في السوق مقابل 88% لتعاملات الأفراد. ومن أهم العوامل التي أدت إلى ضعف نسبة المستثمر المؤسسي من تداولات الأسواق الخليجية هو غياب الاستثمار الأجنبي كنتيجة منطقية لعدم وجود عدد كبير من الشركات التي تحمل فرص استثمارية جذابة، والى عدم مرونة القوانين التي تتعامل مع التدفقات الاستثمارية الأجنبية.

وما زاد من ركود الإقبال على أسواق الأسهم هو الأثر النفسي الذي تركته الأزمات التي مرت بها الأسواق الخليجية على صغار المستثمرين ما جعل الاستثمار فيها غير آمنا أجبرتهم على التحول إلى أوعية استثمارية بديلة كالإيداع الأموال لدي المصارف أو الاستثمار في مجال العقار الذي شهد نموا هائلا في السنوات الماضية. فعلى سبيل المثال، أوضحت دراسة اقتصادية قام بها مركز "أسبار" للدراسات والبحوث والإعلام على عينة من المستثمرين عقب انفجار الفقاعة السعرية في سوق الأسهم السعودي سنة 2006 أن المستثمرين تعرضوا لمخاطر اجتماعية وأخلاقية غاية في الخطورة، على رأسها زيادة الديون الشخصية وظهور الأمراض كالضغط والسكري والاضطرابات النفسية.

الشكل رقم 29: الآثار الاجتماعية الناتجة عن أزمة الفقاعة في سوق الأسهم السعودي سنة 2006



المصدر: مركز اسبار للدراسات والبحوث والإعلام، الأضرار والمخاطر التي تسبب فيها انهيار سوق الأسهم السعودي، www.asbar.com ، المملكة العربية السعودية، ص81، تاريخ الإطلاع: 2008/15/12.

وعلي خلفية هذه الأزمة، أعرب 48,9% من المستجوبين عن زعزعة ثقتهم لمستقبل سوق الأسهم السعودية، في حين أشار 24,9% من المتعاملين خروجهم من السوق بصفة نهائية.

الفرع الثاني: ضعف فرص التنويع

تتسم أسواق الأوراق المالية الخليجية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة وحصر أغلبها في الأسهم العادية في ظل غياب أدوات مالية بديلة كالسندات والصكوك والمشتقات المالية أو بالأحرى وجودها في بعض الأسواق مع ضعف التعامل عليها، وهذا ما يفسر ارتفاع المخاطر في الأسواق الخليجية خاصة في ظل سياسة القطيع التي تحكم سلوك المستثمرين في البورصات الخليجية والمتمثلة في تقليد صغار المستثمرين لسلوك كبار المستثمرين دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق[1].

وما زاد من تعميق هذه السمة هو انغلاق أسواق الأوراق المالية الخليجية أو تشددها في إمكانية السماح بطرح إصدارات الأوراق المالية للشركات العربية والأجنبية، ففي سوق البحرين يتم التداول على أسهم 9 شركات غير البحرينية، وفي الكويت يتم التداول على أسهم 13 شركة غير كويتية، بينما تنعدم إدراجات الشركات الأجنبية في كل من السعودية وسلطنة عمان وقطر. بينما نسجل وجود 242 شركة أجنبية مدرجة

[1]- إبراهيم أونور، خصائص الأسواق العربية، مرجع سابق، 06.

في سوق المكسيك للأوراق المالية سنة 2007، و421 شركة مدرجة في بورصة نيويورك، و290 شركة مدرجة في بورصة سنغافورة و37 شركة مدرجة في سوق إفريقيا الجنوبية[1].

وضعف التنوع في الأوراق المالية ما هو إلا انعكاس لهيمنة قطاعات محدودة على حجم التداول في الأسواق الخليجية ما يجعلها غير ممثلة للواقع الاقتصادي لهذه الدول، ففي سوق الكويت للأوراق المالية نجد أن قطاعي الخدمات والبنوك يستأثران بأكثر من 50% من إجمالي قيمة التداول، وفي الإمارات العربية المتحدة يستحوذ قطاع الخدمات على 80% من إجمالي قيمة التداول، وفي البحرين تتعدى نسبة تداول أسهم قطاعي الاستثمار والبنوك 75% من إجمالي التداول، بينما يسيطر قطاعي الخدمات والبنوك والمؤسسات المالية على إجمالي قيمة تداولات بورصة الدوحة للأوراق المالية بنسبة تتعدى 80%. في حين نجد شيء من التوازن القطاعي من حيث التمثيل وقيمة التداول في سوق الأسهم السعودي مع غلبة القطاع الحقيقي على القطاع المالي، حيث يمثل قطاع الصناعة ما نسبته 36,54% من إجمالي قيمة التداول، ويمثل قطاع الزراعة ما نسبته 14,49%، وقطاع الخدمات 32,52%، وقطاع البنوك 4,42%، والتأمين بنسبة 7,62% وهذا سنة 2007.

إن التوزيع القطاعي لحركة التداول سواء من حيث قيمته أو من حيث عدد الأسهم المتداولة أو من حيث الصفقات المنفذة في دول مجلس التعاون الخليجي يكشف بجلاء عن ضعف القاعدة الإنتاجية لهذه الدول إذا سلمنا أن البورصة ماهي إلا مرآة للواقع والنشاط الاقتصادي، حيث نلاحظ أن البنوك التجارية والمؤسسات المالية ومؤسسات الخدمات المالية وقطاع الاتصالات ذات تمثيل كبير في أسواق دول الخليج ويقع عليها أغلب التداولات. ففي سنة 2009 كانت نسبة الأسهم المتداولة للبنوك والمؤسسات المالية بما فيها مؤسسات التأمين (عددها 37) تمثل 25,26% في سوق الأسهم السعودي، وفي قطر (عددها 14) بلغت نسبة 41,21%، وفي البحرين استحوذت القيمة السوقية للبنوك وشركات التأمين (عددها 14) على 36,08% من إجمالي القيمة السوقية. وهذا التوزيع غير المتوازن لصالح قطاع البنوك والمؤسسات المالية والخدمات تكتنفه مجموعة من المخاطر نتيجة حساسية هذه القطاعات للتغيرات المحلية والدولية خاصة في ظل الانفتاح المالي، ناهيك عن احتمالية انهيار هذه الأسواق وتراجع أداء القطاعات الأخرى في حال تعثر هذه القطاعات القيادية كما حدث لسوق دبي وللأسواق الخليجية نتيجة انهيار أسعار العقارات إلى مستويات متدنية.

الفرع الثالث: التقلبات الشديدة في الأسعار

تشير أدبيات السوق المالية أن الأسواق التي تفتقد إلى العمق، أي قلة عدد البائعين والمشترين، وإلى السيولة عادة ما تشهد أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها تقلبات عنيفة، وهذا هو شأن أسواق دول مجلس التعاون الخليجي. فبالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي شهدتها أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

[1]- بيانات الاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سبق ذكره.

خلال السنوات الماضية فان مستوى التذبذب وعدم استقرار أسعار الأسهم أصبحت سمة ملازمة لهذه الأسواق والذي يؤدي في النهاية إلى انهيار الثقة فيها نتيجة صعوبة التنبؤ بالعوائد الرأسمالية للاستثمار المالي. وهناك مجموعة من العوامل السائدة في المنطقة الخليجية التي لا تساعد على استقرار الأسعار في أسواق الأوراق المالية، منها ما هو مرتبط بطبيعة ونفسية المستثمرين، ومنها ما هو متعلق بعوامل محلية وإقليمية ذات علاقة بالتكامل المشترك بين الأسواق الخليجية ومنها ما هو مرتبط بالعوامل الخارجية ذات الصلة بمدى ارتباط الأسواق الخليجية بالأسواق الخارجية[1]. ويمكن تلخيص أهم هذه العوامل في النقاط التالية:

- غياب صناع السوق في الأسواق الخليجية والتي تقع على عاتقهم في الأسواق المتقدمة الحفاظ على إيقاع السوق، فهو على استعداد تام لشراء أي كمية من الأسهم عند ارتفاع السعر وعلى استعداد تام لبيع أي كمية عند نزول السعر. فالأسواق الخليجية تعتمد على نموذج التداول الذي تحركه أوامر البيع والشراء لكل المتعاملين في السوق لا على نموذج التداول الذي يعتمد على أوامر المتخصصين، وهذا ما يجعل للشائعات والمضاربات نصيب في تحديد السعر السوقي للأسهم.
- تحرك أسعار الأسهم بمعزل عن الأداء الفعلي للشركات واستجابة للشائعات والمعلومات غير الحقيقية، حيث أكدت دراسة للاثية أن تأثير العوامل غير الموضوعية من شائعات والمعلومات غير المؤكدة ذات تأثير على أسعار الأسهم وصل إلى 85% من حركة الأسعار في أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي الأمر الذي يدعم فرضية عدم كفاءة هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة[2].
- ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي، كما سبقت إليه الإشارة، والذي يقوم بدور بالغ الأهمية في التقليل من تأثير العوامل غير الموضوعية في تسعير الأوراق المالية لإتباعه منهجية مبنية على أسس علمية في اتخاذ قرارات البيع والشراء.
- وجود بعض الثغرات الرقابية والتنظيمية التي تعطي الفرصة لبعض المستثمرين من استدراج الأسعار نحو المزيد من الانخفاض أو الارتفاع تمشيا مع مصالحهم، كصعوبة رصد حركة البيع على المكشوف الأمر الذي يتسبب في عدم استقرار السوق عموما.
- وجود ارتباط قوي بين الأسعار في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي الأمر الذي يزيد من تقلب الأسعار في حال ارتدادها في إحدى أسواق المنطقة، حيث تؤكد بعض الدراسات في هذا المجال وجود تكامل مشترك بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة، وأسواق دول شمال إفريقيا والمتمثلة في مصر وتونس والمغرب من جهة أخرى. ومن تلكم الدراسات الدراسة التي قام بها "هشام محمد فرج" بشأن اختبار ارتباط أسعار أسواق كل من: مصر وقطر والكويت وسلطنة عمان والسعودية وابوظبي في

[1]- إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 94، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط،2010)، 03.
[2]- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، 07.

الفترة الممتدة من 2002/06/30 حتى 2007/07/31. وخلصت هذه الدراسة إلى اتجاه مؤشرات أسعار الأوراق المالية في هذه الأسواق نحو التحرك في ذات الاتجاه في الأجل الطويل، وهو ما يؤكد اتسام أسواق المالية العربية بظاهرة تكامل أسعار أوراقها المالية ومن ثم عدم جدوى إستراتيجية التنويع الإقليمي من خلال تكوين محافظ مالية إقليمية[1].

ومن الشواهد الميدانية التي تعزز هذا الاتجاه هو قوة ترابط سوق الأسهم السعودي بباقي أسواق المنطقة من خلال تنامي العلاقات الاستثمارية بينهما، حيث أن الاتجاه القوي لعمليات بيع الأسهم وتسييل المحافظ المالية عقب انفجار الفقاعة السعرية في شباط 2006 أدت إلى نقل عدوى البيع إلى باقي أسواق المنطقة، فخسرت السوق القطرية وسوق أبو ظبي ما يزيد عن 40% من قيمتها، وخسرت سوق دبي لوحدها أكثر من 60% من قيمتها. وفي هذا الصدد، فقد بلغ معامل ارتباط أسواق الخليج مع سوق الأسهم السعودي سنة 2005 على النحو التالي[2]: الكويت 0,89، دبي 0,92، أبو ظبي 0,68، قطر 0,84، البحرين 0,63، وعمان 0,86.

إلى جانب ذلك، يرتبط أداء بورصات دول المجلس بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، ولكن سير الأسعار في المدى القريب يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة[3]. كما تتأثر أسعار الأوراق المالية في دول المجلس بالعوامل الخارجية، خصوصا تلك الأحداث الحاصلة في الأسواق الأمريكية، حيث أنه عندما خسر مؤشر داو جونز وناسداك حوالي 32% و34% على التوالي خلال عامي 2007 و2008 فان مستوى الخسائر لمؤشرات سوقي الكويت والسعودية بلغت 25% و44% على التوالي في نفس الفترة[4]. وفي هذا الصدد، فان الدراسات تشير إلى تأثر الأسواق الخليجية سلبا بالهزات الكبيرة التي تعصف بالاقتصاد الأمريكي دون الهزات الصغيرة، وأن هذه الأسواق لا تتأثر بالتطورات الايجابية في السوق الأمريكي.

بالرغم من التطورات التشريعية التي عرفتها أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي إلا أنها ظلت عاجزة عن استقطاب الاستثمارات الأجنبية إليها وهذا ما يجعلها ذات تأثير ضعيف على تذبذب الأسعار في أسواق هذه الدول، ولذلك فانه ينبغي التركيز عند تحليل التذبذبات على عامل التوقعات المرتبط بالتداعيات النفسية للمستثمر الخليجي والعربي. وللتأكيد على أهمية العامل النفسي في التأثير على حركة أسعار الأسهم في الأسواق الخليجية فانه ينبغي ملاحظة أنه في نفس اليوم الذي أعلن فيه بنك "ليمان براذر" الأمريكي إفلاسه وشراء بنك "أوف أمريكا" لـ "مريلنش بنك" فان أسواق الخليج شهدت انخفاضا حادا في أسعار الأسهم، حيث

---

[1]- لمزيد من التفصيل، أنظر: هشام محمد فرج، تكامل الأسواق المالية الناشئة – دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية –،

[2]- محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي –دراسة مقارنة تحليلية –، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية،(الرياض: جمعية الاقتصاد السعودية، 2005).

[3]- إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره،06.

[4]- الصفحة أعلاه.

تراجع مؤشر السوق السعودي بنسبة 6,6%، وتراجع سوق الكويت بنسبة 4,4%، وتراجع سوق أبو ظبي بنسبة 4,7% وسوق دبي بـ 5% وسوق الدوحة بـ 7%[1].

الجدول رقم24: تطور عوائد الأسهم في بعض أسواق الأسهم الخليجية في الفترة جانفي 2004 إلى جوان 2008.

	الانحراف المعياري للعائد	أعلى قيمة عائد	اقل قيمة للعائد
الكويت	68,36	541,5	-382,9
السعودية	210,73	1025,3	-1583,4
أبو ظبي	54,23	376,38	-360,38
دبي	90,61	615,19	-655,79

المصدر: إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، 08.

يتضح من الجدول السابق، أن أعلى التذبذبات في فترة الدراسة حصلت في السوق السعودي حيث بلغ درجة المخاطرة 210.73، يليه سوق دبي بدرجة 90.91، فسوق الكويت بـ 36,68. وتشير الإحصائيات المنشورة أن أعلى المخاطر خلال سنة 2009 قد تحققت في سوق دبي حيث بلغ معامل التباين حوالي 38، وسوق أبو ظبي بمعامل تباين 32، وان أدنى درجة للمخاطر قد سجل في سوق مسقط بمعامل تباين 10، وسوق البحرين بمعامل تباين بلغ حوالي 11[2].

الفرع الرابع: انتشار قيم المضاربة

يطغى نشاط المضاربة على سلوك غالبية المستثمرين بأسواق الأوراق المالية الخليجية، فبعدما كان النمط السائد هو الاستثمار طويل الأجل والاعتماد على التوزيعات الدورية للشركات المستقرة والقوية، أصبح الكثير من المتعاملين في البورصات الخليجية يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة دون النظر إلى نتائج الشركات وأدائها، وهذا ما أدى إلى خلق طبقة ذات سمات معينة تعمل في كثير من الأحيان على زعزعة الاستقرار في الأسواق لصعوبة ثنيهم عن منطق الربح السريع. فقد قفزت القيمة السوقية لأسواق دول الخليج إلى مستويات قياسية لم تشهدها بقية الأسواق الأخرى لتكسر حاجز التريليون دولار سنة 2005، ووصل حجم التداول اليومي في أسواق هذه الدول إلى ثلاثة مليارات دولار فضلا عن تضاعف حجم تلك البورصات سبعة مرات خلال الفترة 2001- 2005[3]. ففي السعودية ارتفعت أسعار الأسهم بنسبة 98% خلال سنة 2005، وفي

[1]- إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، 08.

[2]- الصفحة أعلاه.

[3]- إكرام يوسف، صرعة المضاربة في الأسواق العربية: مخاطر وتداعيات، الحوار المتمدن، www.ahewar.org، 2005/12/26، تاريخ الإطلاع: 2011/11/08.

الكويت بنسبة 87%، وفي قطر بنسبة 68%، وفي سلطنة عمان بنسبة 31% وفي البحرين بنسبة 24%. وقد أظهرت بعض دراسات تحليل السيولة في سوق الأسهم السعودي للربع الأول من سنة 2007 أن السيولة الجديدة الموجودة في السوق هي نتاج عمليات تدوير* قام بها المضاربون خصوصا على الشركات الصغيرة، حيث تبين في سنة 2007 أن 23 شركة تجاوز عدد مرات تدوير أسهمها 20 مرة في حين أن عدد أسهمها لا تمثل سوى 1,8% من إجمالي عدد أسهم الشركات في السوق[1].

الجدول رقم25: أعلى معدلات التدوير في السوق السعودية خلال سنة 2007

معدل التدوير (أعلي من)	**عدد الشركات**
80	4
60	6
40	13
20	23

المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية – الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، (الرياض: الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2008)، 25.

وترتبط بارتفاع مستوى المضاربة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، إلى حد ما، مشكلة انغلاق الأسواق المترتبة عن فرض قيود مشددة على الأجانب لامتلاك أسهم الشركات المحلية المدرجة. ففي حالة تراكم سيولة كبيرة مع وجود عدد محدود من الأسهم ترتفع الأسعار السوقية فوق القيمة العادلة بفعل المضاربة ما يؤدي إلى حدوث ما يسمى بتضخم القيم. وهذا ما تم ملاحظته في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي من خلال مؤشر نسبة مضاعف سعر السهم* سنة 2005 حيث بلغ 66.2 في سوق الأسهم السعودي، و34.3 في سوق دبي المالي، 28.1 في سوق الدوحة، و20.9 في سوق أبو ظبي للأوراق المالية[2].

---

* التدوير هو إيجاد إيحاء لحالة معينة من النشاط غير الطبيعي على تداولات سهم شركة ما، بواسطة المتداولين إلى تلك الدائرة بسبب ذلك النشاط الوهمي. ويحسب معدل التدوير بقسمة إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال السنة على عدد أسهم كل شركة.

[1]- محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، (الرياض: الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2008)، 24.

* يعتبر مضاعف سعر السهم، أو مكرر الربحية، من أهم المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم سعر السهم في السوق. ويعكس هذا المؤشر عدد مرات زيادة سعر السهم عن العائد في السوق، ويمكن حسابه بالصيغة التالية: مضاعف سعر السهم= سعر السهم/عائد السهم.

[2]- سلطان بن ناصر السويدي، أسواق الأوراق المالية في الخليج: دورها في الاستقرار الاقتصادي، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2008)، 251.

الجدول رقم 26: مقارنة نسبة مضاعف سعر السهم في أسواق دول الخليج مع بعض الأسواق الناشئة

	2003	2004	2005	2006	2007
سوق دبي المالي	19,1	38,2	**34,4**	12,1	16,5
سوق أبو ظبي	17,9	22	**20,9**	10,1	16,3
سوق الأسهم السعودي	29,9	36,5	**66,2**	16,2	23,3
سوق الكويت للأوراق المالية	13	13,9	**12,7**	11,2	18,7
سوق الدوحة للأوراق المالية	19,5	18,6	**28,1**	14,6	21,4
سوق البحرين للأوراق المالية	30,9	17,1	**19,3**	13,6	13,1
سوق مسقط للأوراق المالية	9	10,9	**11,8**	13,9	14,7
سوق المكسيك للأسهم	17,9	14,6	**17,3**	17,7	18,6
سوق جنوب إفريقيا	11,3	14,8	**15,1**	16,8	15,1
سوق اسطنبول للأوراق المالية	12,3	13,3	**19,4**	14,9	12
سوق الهند للأوراق المالية	19,2	16,3	**17,2**	21,3	27,6

المصدر: سلطان بن ناصر السويدي، مرجع سابق، 255. الموقع الالكتروني للاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سابق.

وفي غالب الأحيان ما تتم كبح جماح المضاربة عن طريق وجود المستثمر الأجنبي الذي يسعى للبيع إذا استشعر ارتفاعا غير طبيعيا في أسعار الأوراق المالية ما يؤدي إلى التهدئة عن طريق دورات الهبوط وجني الأرباح، وهذه الدورات تكون غير واضحة وقصيرة الأمد في حالة غياب المستثمر الأجنبي الواعي. ويزداد الوضع سوءا عند انكسار الأسعار وانخفاضها بشكل دراماتيكي ويتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم والخروج من السوق ما يولد حالة عدم ثقة تدخل السوق في ركود لفترة من الزمن، وتتعطل بذلك أهم أسس السوق ألا وهي القدرة على الاستمرار في تكوين شركات مساهمة جديدة.

ونشير أن المضاربة ليست على إطلاقها مضرة بنشاط سوق الأوراق المالية، وإنما يتوقف ذلك على سلوك المضاربين في حد ذاتهم وأهدافهم. فالعارفون بأحوال المتعاملين في السوق المالية يصنفون المضاربين إلى نوعين أساسين، وهما: المضارب المطلع والمضارب المتطفل، فالمضارب المطلع هو ذلك المستثمر الذي يبني قراراته الاستثمارية بناءا على ما تتوافر لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية، أما المضارب المتطفل فهو ذلك الشخص الذي يحرك أوامره بشأن البيع والشراء تقليدا لسلوك الآخرين أو ذلك الذي يمارس أعمالا غير أخلاقية للاستفادة منها والإضرار بالآخرين كنشر الإشاعات والتلاعب بالأسعار. وان كانت السيولة شرط ضروري

لكفاءة السوق، فان المضاربين المطلعين يوفرون قدرا من السيولة بحكم معرفتهم بالقيمة تجعلهم في وضع يمكنهم من القيام بتداولات تسهم بعودة الأسعار إلى أوضاعها التوازنية بعد أي اختلال في العرض والطلب يتسبب فيه المتداولون غير المطلعون. في مقابل ذلك، نجد أن المضاربين المتطفلين ذو أثر سلبي على سيولة السوق وكفاءته من خلال استخدام أوامر سوقية تستهلك السيولة، وتزيد من تكلفة التداول وتوقع الغبن على المستثمرين. ولا يتوقف أثر هذه الفئة السلبي على السوق فحسب، وإنما يمتد إلى الاقتصاد بشكل عام، لذا تجرمه أغلب التشريعات المنظمة لعمل الأسواق المالية تداولات المستبقين والمحتكرين ومختلف أساليب نشر الإشاعات وصور التلاعب.

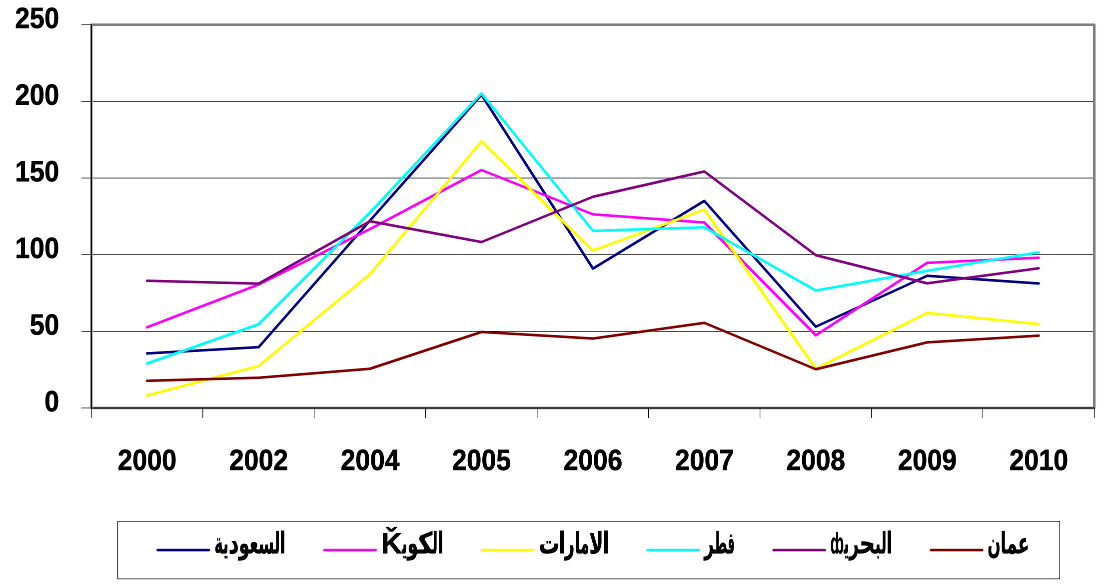
المطلب الثالث: الآثار الناجمة عن تواضع أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية

رغم كل المجهودات التي بذلتها السلطات الخليجية في الارتقاء بأداء أسواق أوراقها المالية وجعلها مجالا يوفر للشركات سهولة الحصول على احتياجاتها التمويلية، وللأفراد منفذا لاستثمار مدخراتهم المالية وللحكومة وسيلة لتعميق النظام المالي، فإنها لا تزال أسواقا صغيرة – عدا سوق الأسهم السعودي- بالنظر إلى ما تملكه هذه الدول من ثروات تؤهلها لدخول مرحلة ما بعد النفط. ويترتب عن تواضع أداء الأسواق الخليجية مجموعة من السلبيات يمكن ذكر أهمها في النقاط التالية.

الفرع الأول: ضعف الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية الخليجية في النشاط الاقتصادي

تشير أدبيات المالية الحديثة أنه بقدر تطور أسواق الأوراق المالية يكون تطور الاقتصاد باعتبارها مرآة تعكس حجم النشاط الاقتصادي ومدى انفتاحه على العالم الخارجي. وتظهر أهمية أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي من خلال قياس طاقتها الاستيعابية ومدى قدرتها على توفير الاحتياجات التمويلية التي تتطلبها التنمية الاقتصادية ومسايرتها لحجم النشاط الاقتصادي. وتبرز هذه الأهمية من خلال مقارنة تطور نشاط السوق ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن المؤشرات الأساسية التي يمكن اللجوء إليها في هذا الصدد مقارنة كل من حجم القيمة السوقية إلى الناتج الداخلي، حيث أن تدني نسبة القيمة السوقية إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي تعني ضعف مساهمة السوق في النشاط الاقتصادي.

الشكل رقم 30: معدل رسملة أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في الفترة 2000 -2010 %



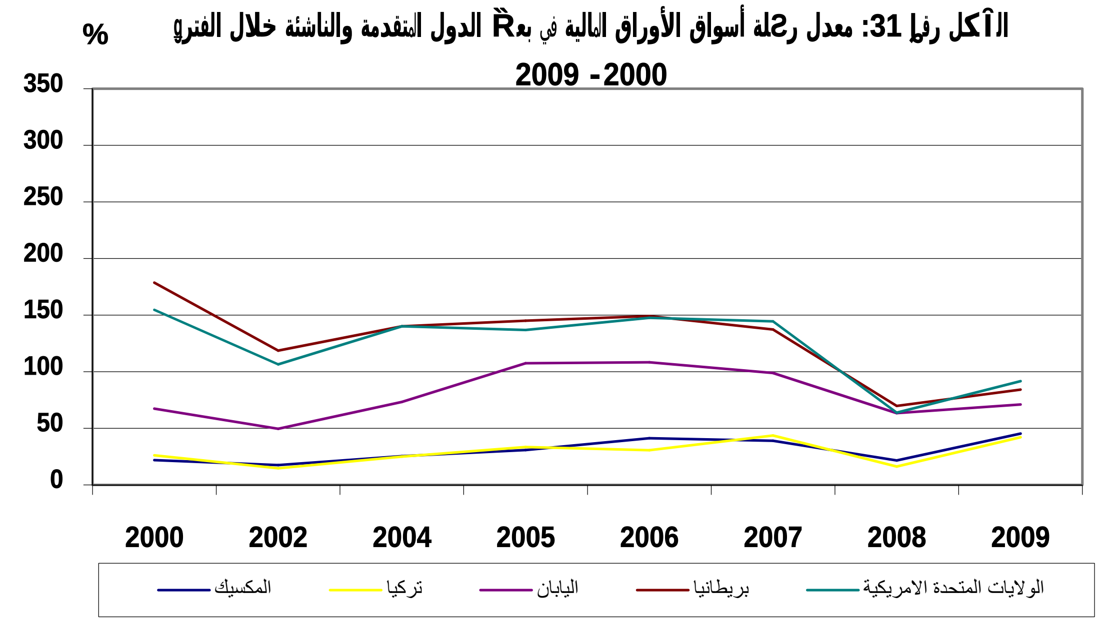
المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الجدول 16 والشكل 15.

نلاحظ أن معدل رسملة السوق* في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي عرف مستويات مختلفة بين ارتفاع وانخفاض مع ملاحظة وجود ثلاثة محطات أساسية، حيث عرف هذا المعدل صعودا في الفترة 2000-2005 وبلغ ذروته سنة 2005 حيث بلغ في السعودية 204,2%، وفي قطر 205,2%، وفي الكويت 155,6%. متجاوزا بذلك تلك المعدلات المسجلة في كثير من الأسواق المتقدمة والناشئة حيث سجل هذا المعدل 136,8% في سوق نيويورك، و145% في سوق لندن، و107,4% في سوق طوكيو، و30,5% في سوق المكسيك و33,3% في سوق تركيا. هذه الحركية في نشاط أسواق الأوراق المالية الخليجية كانت انعكاس للسيولة العالية التي وفرتها المداخيل النفطية وللأرباح القياسية التي حققتها معظم الشركات الخليجية في تلك الفترة. وما لبثت أن عرفت معدلات رسملة السوق انخفاضات شديدة منذ بداية سنة 2006 نتيجة لعملية التصحيح التي عرفتها هذه الأسواق، خاصة السوق السعودي، مع حفاظ النشاط الحقيقي على مستوياته حيث انخفض معدل رسملة السوق إلى 90,8% في السعودية مع تسجيل معدل نمو حقيقي قدر بـ 3,2%، وتراجع هذا المعدل إلى 126,6% في الكويت مع تحقيق معدل نمو حقيقي قدر بـ 5,3%. وهذا ما يدفعنا إلى القول أن أسواق الأوراق المالية الخليجية لم تكن، إلى حد ما، قادرة على رصد الصورة الحقيقية للنشاط الاقتصادي القائم ولم ترق إلى مستوى تمكنها من دعم النمو الاقتصادي والمساهمة الفعلية في عملية التنمية الاقتصادية، بل

* يحسب معدل رسملة سوق الأوراق المالية بقسمة القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية على الناتج الداخلي الخام.

أنها قد تلعب دورا سلبيا على التنمية الاقتصادية كما أنها تؤدي إلى انحراف الموارد المالية من القطاع الحقيقي إلى المضاربة فيها.

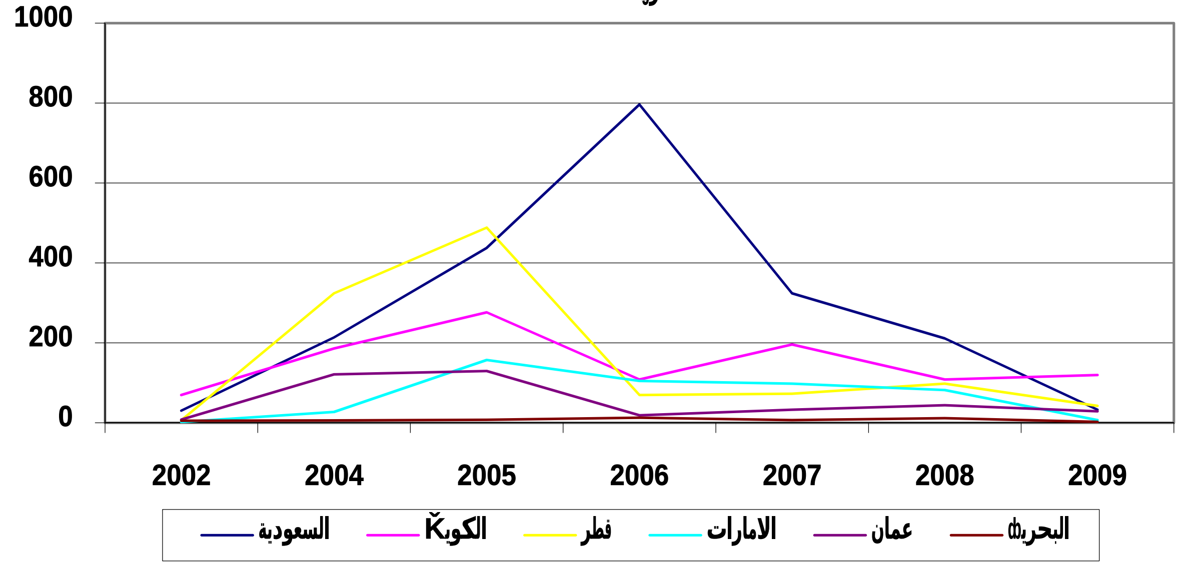
الشكل رقم 31: معدل رسملة أسواق الأوراق المالية في بعض الدول المتقدمة والناشئة خلال الفترة 2000 -2009



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الاتحاد الدولي للبورصات.

وإذا حللنا قيمة حجم التداول إلى السيولة المحلية في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، والتي تعكس مساهمة نشاط سوق الأوراق المالية في تكوين السيولة المحلية في الاقتصاد، فنجد أن نسبتها قد ارتفعت من 26,34% سنة 2002 إلى 207,75% سنة 2004 إلى 408,9% سنة 2006. وسجلت هذه النسبة أكبر قيمة لها في سوق الأسهم السعودي إذ ارتفعت من 30,51% سنة 2002 إلى 231,5% سنة 2004 إلى 796,42% سنة 2006، تليها الكويت بـ 69,71% سنة 2002 و207,75% سنة 2004 و108 سنة 2006. في حين تعد هذه النسبة ضعيفة في سوق البحرين للأوراق المالية حيث بلغت 5,10% سنة 2002 و6,04% سنة 2004 و7.07% سنة 2007.

الشكل رقم 32: نسبة حجم التداول إلى السيولة المحلية في أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في الفترة 2002-2009



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: النشرات الإحصائية لدول مجلس التعاون الخليجي.

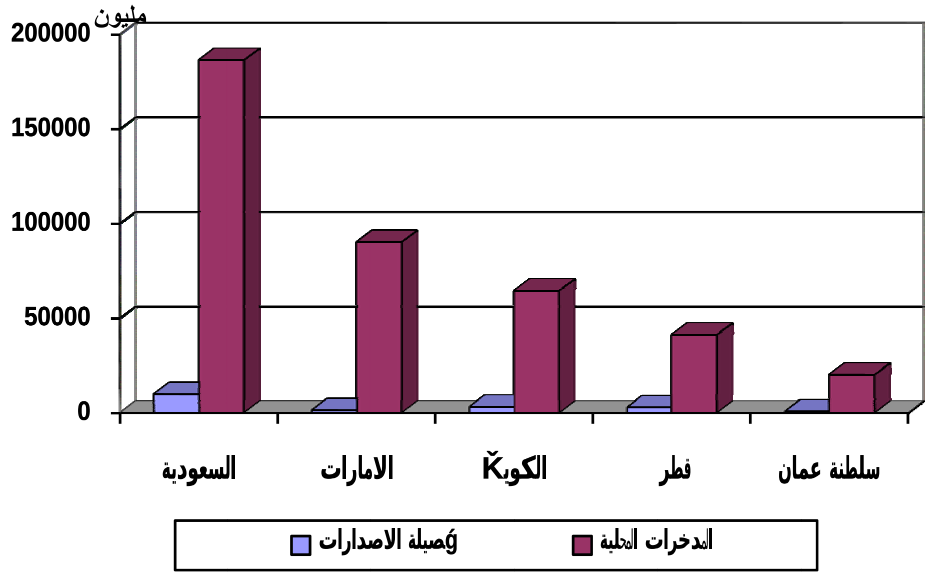
ونشير أن ارتفاع نسب المؤشرات السابقة في أسواق دول المجلس والتي تفوق في كثير من الأحيان تلك النسب المسجلة في الدول المتقدمة، لم تكن ناتجة عن تغيرات حقيقية أو عوامل موضوعية رافقت التطور الحاصل في هذه الأسواق، وإنما كانت نتاج مجموعة من الأسباب منها:

- الغلو في تقييم الأسهم نتيجة المضاربات الواسعة التي اجتاحت أسواق الخليج منذ سنة 2002.
– تمادى البنوك التجارية في منح القروض للأفراد لأجل تمويل شراء الأسهم.

الفرع الثاني: تحليل أسواق الأوراق المالية الخليجية في القيام بالوظيفة التعبوية

كما تم ذكره سابقا، فان من أهم الوظائف المنوطة بسوق الأوراق المالية هو توفير التمويل الطويل الأجل للمشاريع الاقتصادية من خلال ربط وحدات ذات الفائض بوحدات ذات العجز المالي. وحتى نتمكن من إدراك مدى مساهمة أسواق الأوراق المالية الخليجية في توفير التمويل اللازم للوحدات الاقتصادية فإننا نحتاج إلى تقييم السوق الأولية ومستوى التطور الحاصل فيها، وذلك من خلال رصد قيمة الإصدارات من الأوراق المالية ونسبتها إلى إجمالي المدخرات المحلية.

الشكل رقم 33: حجم الاصدارات من الاسهم مقارنة بقيمة المدخرات سنة 2007



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية، العدد 18، (الرياض: مركز المعلومات، 2010)، 128-139. التقارير السنوية لهيئات أسواق المال الخليجية.

يتبين لنا من الشكل السابق ضعف أسواق الأوراق المالية الخليجية في استقطاب المدخرات المحلية وعدم قدرتها على تعبئة المدخرات المحلية بشكل يسمح لها بدفع عملية الاستثمار والمساهمة في خلق المشاريع الإنتاجية، حيث بلغت نسبة الإصدارات* إلى حجم المدخرات المحلية سنة 2007: 5,92% في السعودية، 10,93% في الإمارات، 7,12% في قطر، 4,92% في الكويت، و4% في سلطنة عمان.

ولا يقتصر ضعف مساهمة أسواق الأوراق المالية في استقطاب المدخرات على سنة 2007، بل تعدت كل فترة الدراسة. ففي السعودية بلغت نسبة الاصدارت إلى حجم المدخرات: 2,72% سنة 2005، 1,93% سنة 2006. وفي سلطنة عمان بلغت هذه النسبة: 9,10% سنة 2005، 4,59% سنة 2006، و2,90% سنة 2008. وفي قطر بلغت هذه النسبة: 13,34% سنة 2005، 8,01% سنة 2006.

هذه النسب المتدنية تسفر في الحقيقة عن نقطتين مهمتين، تتعلق النقطة الأولى بتفضيل الأفراد والمؤسسات التي تمتلكون فوائض مالية توظيفها في قنوات غير أسواق الأوراق المالية نتيجة تراكم مجموعة من الأسباب، منها:

- قلة الفرص الاستثمارية التي توفرها أسواق الأوراق المالية الخليجية لمحدودية الأوراق المالية المقيدة.
- حداثة أسواق الأوراق المالية الخليجية، عدا سوق الكويت، وعدم قدرتها على توطين ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية لدى مواطنيها.

---

* تشمل حصيلة الإصدارات على: الاكتتابات العامة، وحقوق الأفضلية، والأسهم المجانية. غير أنه في سوق الدوحة تضمنت الإصدارات فقط الإصدارات الجديدة.

- النمو المعتبر في قيم الودائع المصرفية بدول مجلس التعاون الخليجي ما يوحي أن المستثمرين يميلون إلى المصارف أكثر من توظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، حيث بلغت نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 2003- 2007 في دول مجلس لتعاون الخليجي على النحو التالي: 80,4% في دولة الإمارات العربية، 81,6% في البحرين، 45,5% في السعودية، 34,8% في عمان، 60,4% في قطر، و62,5% في الكويت.
- تفضيل الاستثمار في الأسواق الخارجية إذ قدرت الأصول التي يتملكها الخليجيون بالخارج نحو 400 مليار دولار.
- صعود نمط الاستهلاك الترفيهي المتسم بالبذخ والمغالاة في اقتناء الكماليات الذي أصبحت تتسم به العائلات الخليجية نتيجة انفتاحها على الخارج وحبها للشهرة والمباهاة ما أدى من جهة إلى ضعف الوازع على الادخار وآثاره السلبية على الاستثمار، ودفع بالأسر الخليجية للاستدانة من البنوك لتغطية الاستهلاك الترفي من جهة أخرى. وتشير الدراسات أن 67% من الأسر الخليجية مدينة للبنوك، وقد قاربت الديون الشخصية في منطقة الخليج حدود 200 مليار دولار منها 60 مليار دولار للسعودية و67 مليار دولار للإمارات[1]، ما أدى إلى تفاقم الضغوط التضخمية. ولا شك أن أسواق الأوراق المالية الخليجية كان لها دور في تدني نسبة التوظيفات فيها لأن ضعفها أدى إلى خروج المستثمرين منها وبالتالي زيادة السيولة في يد الأفراد ومن ثم زيادة الميل الحدي للاستهلاك وارتفاع معدلات التضخم.

وتتعلق النقطة الثانية بإعراض الشركات الخليجية التمويل من سوق الأوراق المالية، وتفضيلها الاقتراض من الجهاز المصرفي. ففي الفترة الممتدة بين 2004 و2010 بلغت الإصدارات الأولية في سوق مسقط للأوراق المالية 11 إصدارا فقط، وفي بورصة الدوحة بلغت 12 إصدارا، بينما في السعودية بلغت 84 إصدارا في نفس الفترة. وإذا ما قارنا عدد الشركات الجديدة المدرجة في الأسواق الخليجية مع نظيراتها في الأسواق الأخرى نجد أن أسواق الأوراق المالية الخليجية لا تملك تلك الجاذبية التي تتمتع بها الأسواق الناشئة، ولم تعد توفر مجالا ذا أهمية لدى الشركات في تدبير تمويلها اللازم.

[1]- اتحاد غرف دول مجلس التعاون الخليجي، حجم الديون الشخصية في الخليج يقارب 200 مليار دولار، www.fgccc.org، تاريخ الإطلاع: 2011/11/15.

الجدول رقم 27: مقارنة عدد الإدراجات الجديدة في أسواق الأوراق المالية الخليجية بين الأسواق الأخرى خلال الفترة 2002- 2008

	2002	2004	2006	2008
السعودية	0	3	9	15
الكويت	7	17	24	9
قطر	2	2	4	3
الإمارات	-	7	17	11
البحرين	2	1	3	0
سلطنة عمان	44	18-	26	-3
الهند	23	51	104	69
ماليزيا	56	72	36	23
سنغافورة	32	82	67	43
جنوب إفريقيا	9	15	37	20
المكسيك	6	110	31	43

المصدر: التقارير السنوية للبورصات الخليجية لسنوات مختلفة، بيانات الاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سابق.

وبمقارنة متحصلات إصدارات الأسهم في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي وبين الأسواق المتقدمة والناشئة يتبين لنا ضعف الأسواق الأولية الخليجية في جذب وتحريك المدخرات نحو تأسيس شركات مساهمة جديدة أو زيادة رؤوس الأموال للشركات القائمة، حيث بلغت قيمة إصدارات الأسهم في السعودية وسلطنة عمان وقطر مجتمعة 14346.2 مليون دولار سنة 2006، في حين بلغت هذه القيمة في نفس السنة 103170.1 مليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية، و94368 مليون دولار في بريطانيا، و14145 مليون دولار في الهند، و16241 مليون دولار في البرازيل، و67437,4 مليون دولار في الصين، و12823,1 مليون دولار في جنوب إفريقيا.

ويمكن إيعاز ضعف الأسواق الأولية الخليجية وغياب المبادرات للاستفادة من هذه الأسواق في تمويل المشاريع إلى مجموعة من الأسباب، من أهمها: نقص التشريعات المنظمة لهذه الأسواق، وافتقار هذه الدول إلى وكالات مالية متخصصة لتقييم الملاءة للشركات مما يساعد المستثمرين للاسترشاد بها في اتخاذ القرارات الاستثمارية. إضافة إلى سهولة حصول الشركات الخليجية الكبيرة على قروض البنوك التجارية وانخفاض كلفتها مقارنة بتكلفة إصدار الأسهم وخدمة رأس المال خصوصا في ظل الروابط المتينة التي تربط بين ملاك

الشركات الرئيسيين مع المسئولين في البنوك التجارية، وغياب الآلية المناسبة لاستقطاب الشركات الصغيرة والمتوسطة التي أصبحت مكونا أساسيا في النسيج الاقتصادي الخليجي، حيث تشير منظمة الخليج للاستثمارات في دراسة أعدتها سنة 2009 أن نسبة المشروعات الصغيرة والمتوسطة قد بلغت 94% من حجم المشاريع في الإمارات العربية، و92% من حجم المشاريع الموجودة في كل من قطر والبحرين وسلطنة عمان، و75% من حجم المشاريع القائمة في السعودية و78% من حجم المشاريع الكلية في الكويت[1]. في حين نجد أن الكثير من الأسواق المالية المتطورة والناشئة، من أجل مساعدة المشاريع الصغيرة والمتوسطة على النمو والتوسع وفقا لشروط ميسرة وذات مرونة عالية، قد فتحت أبوابها لمثل هذه المشاريع فخصصت لها سوقا تلجأ إليها للحصول على احتياجاتها المالية كبورصة النيل للشركات الصغيرة والمتوسطة في مصر، وبورصة " Masdaq market" بماليزيا التي ضمت 124 شركة صغيرة ومتوسطة سنة 2007، وبورصة "Aim" البريطانية التي ضمت 1694 شركة صغيرة ومتوسطة في نفس السنة.

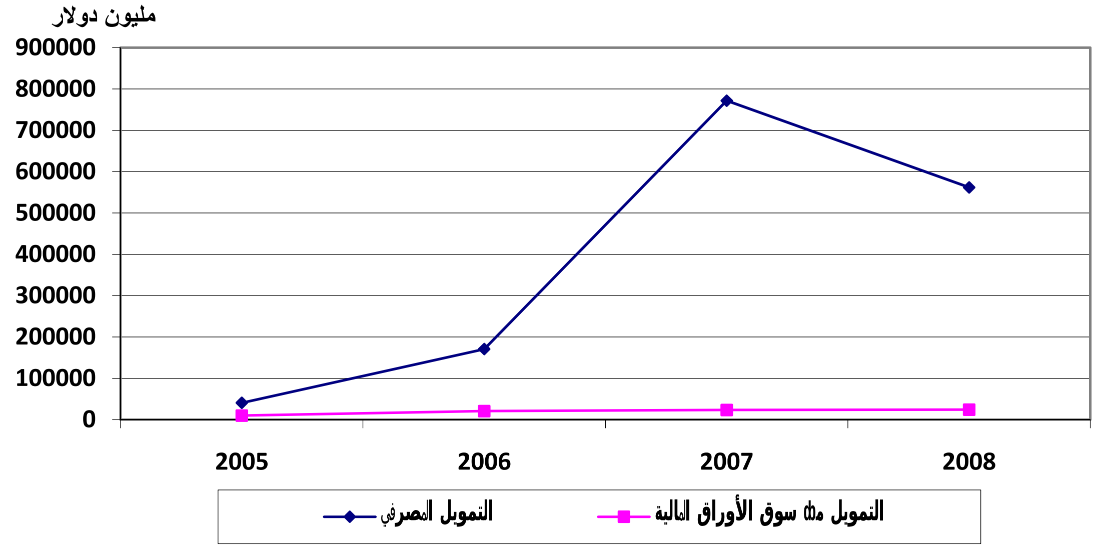
الفرع الثالث: سيادة التمويل البنكي وهامشية التمويل عبر أسواق الأوراق المالية

لاشك أن النظام المالي الكفء هو الذي يوزع أدوار التمويل بين السوق النقدية لتمويل الاحتياجات قصيرة المدى وسوق الأوراق المالية لتمويل الاحتياجات طويلة المدى، حيث يؤكد الخبراء أن الدور المتكامل بين السوقين يعتبر كإطار أمان للنظام المالي والاقتصادي في حال تعثر إحدى السوقين. ومثل هذا التوزيع غائب في الأسواق المالية الخليجية حيث تهيمن البنوك التجارية على القطاعات المالية، واعتماد الأنشطة الاقتصادية إلى حد كبير على التمويل المصرفي. ففي دولة الإمارات العربية بلغت نسبة القروض التي قدمتها البنوك التجارية للقطاع الخاص 84% من الناتج الداخلي الخام سنة 2006، وفي الكويت بلغت هذه النسبة 58,45%، وفي البحرين بلغت 59%، وفي السعودية بلغت 36,47%.

---

[1]- عيسى الفرجات، واقع المشاريع الصغيرة والمتوسطة في العالم العربي، www.ecoanalysisblog.maktoobblog.com، تاريخ الإطلاع: 2011/11/15.

الشكل رقم 34: مقارنة التمويل المصرفي بالتمويل من أسواق الأسهم الخليجية للأنشطة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية، مرجع سبق ذكره، 140-141. المواقع الالكترونية للبورصات الخليجية.

– شملت بيانات 2005 و2006 أسواق كل من: السعودية، سلطنة عمان، وقطر.

– شملت بيانات 2007 أسواق كل من: السعودية، سلطنة عمان، قطر، والإمارات العربية.

– شملت بيانات 2008 أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ما عدا مملكة البحرين.

ولو أخذنا السعودية كمثال، نلاحظ أن النسبة الكبيرة من الاحتياجات المالية للأنشطة الإنتاجية يتم تغطيتها من الاقتراض البنكي، في حين تتضاءل فرص التمويل من سوق الأسهم السعودي. ففي سنة 2005 طرحت 5 شركات أسهمها للاكتتاب بقيمة إجمالية قدرت بـ 2057.26 مليون دولار مقسمة على 82.825.000 سهم. وفي سنة 2006 طرحت 8 شركات أسهمها للاكتتاب بقيمة إجمالية قدرت بـ 10880.1 مليون دولار موزعة على 400.875.000 سهم. وفي سنة 2008 طرحت 13 شركة جزء من راس مالها للاكتتاب بلغت حصيلتها 9704 مليون دولار موزعة على 2.63 مليار سهم.

الجدول رقم 28: مقارنة التمويل السهمي بالتمويل المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2005- 2008 (مليون دولار)

	2005		2006		2007		2008	
	التمويل السهمي	التمويل المصرفي	التمويل السهمي	التمويل المصرفي	التمويل السهمي	التمويل المصرفي	التمويل السهمي	التمويل المصرفي
قطاع الصناعة	525	9796	4800,15	10498,1	1971,76	15529,6	4187,86	22292,8
قطاع الخدمات	-	-	5718	1833,3	2509,24	5579,1	1866,7	10083,7
قطاع المؤسسات المالية	782,7	15132,5	-	-	328,505	16701,9	2970,7	4483,2
قطاع التشييد والبناء	-	-	-	-	-	-	560	14498,9
قطاع الزراعة	749,6	1790,9	-	-	-	-	45,714	2928
المجموع	**2057,3**	**26719,4**	**10518,2**	**12331,4**	**4809,52**	**37810,6**	**9630,974**	**54286,6**

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، المرجع السابق، 140-141. المواقع الالكترونية للبورصات الخليجية.

إن هيمنة التمويل المصرفي في دول مجلس التعاون الخليجي لا يستند إلى مبررات اقتصادية وعقلانية كما يسوقه بعض مدراء الشركات الخليجية، وإنما هو انعكاس لعقلية حب السيطرة على الإدارة وعدم إخضاعها لمراقبة السلطات، وتربا من التزامها بقواعد الإفصاح والشفافية ومعايير المحاسبة الدولية. فالتمويل المصرفي لا يخضع لمبادئ ومعايير حوكمة الشركات وما يتضمنه من إلزام الشركات على نشر كل المعلومات المحاسبية والمالية والاقتصادية المتعلقة بنشاطها، في حين نجد التمويل من خلال أسواق الأوراق المالية يخضع لمثل هذه الإجراءات، وهذا ما أدى بالبنوك التجارية التي تملك سيولة عالية إلى توجيه بنوكها الاستثمارية نحو تسويق الخدمات التمويلية التي يقدمها البنك أكثر من التشجيع على طرح الأوراق المالية وهذا ما زاد من إضعاف دور السوق الأولية[1]. واعتماد الشركات الخليجية عموما على الاقتراض، أو ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.

الفرع الرابع: عدم فعالية أسواق الأوراق المالية الخليجية في الوفاء بالحاجات الاستثمارية

لقد أدركت دول مجلس التعاون الخليجي أهمية القطاع الخاص كمصدر من مصادر تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والحصول على التكنولوجيا اللازمة لتحقيق التقدم والرقي الاقتصادي وزيادة الصادرات وتنويع مصادر الدخل خاصة في ظل التقلبات التي تشهدها السوق النفطية الدولية. لذلك أقدمت هذه الدول

[1]- لؤي البطاينة، أهمية تفعيل سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاقتصادية، مجلة سوق المال، العدد 48، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، أفريل 2011)، 07.

على إصدار العديد من التشريعات والقوانين المحفزة للاستثمار المحلي والأجنبي وتوفير بيئة استثمارية مناسبة تساعد على تطوير القطاع الخاص. ورغم هذه الجهود المبذولة، فان دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية ظل متواضعا حيث لا تزال الحكومات الخليجية تسيطر على مقاليد الاقتصاد المحلي خاصة في مشروعات البنية التحتية والمرافق العامة والصناعات الاستخراجية وإنتاج الطاقة واستغلال الثروات الوطنية، حيث يشير تقرير التنافسية العربية لسنة 2009 أن كل من قطر والبحرين شهدت تدخلا كبيرا في النشاط الاقتصادي حيث بلغ مؤشر تدخل الدولة في البحرين 0,73 وفي قطر 0,83، وفي السعودية 0,49، بينما ينخفض هذا المؤشر في الإمارات بتسجيله 0,13، وسلطنة عمان بـ 0,23[1]. وهناك عدة عوامل أسهمت في ايلاء المؤسسات العامة في دول مجلس التعاون الخليجي الدور الأكبر في الاقتصاد، منها[2]:

- انضواء قطاعات النفط الكبرى تحت مظلة الملكية العامة.
- تخفيف القيود المالية على الإنفاق المالي وعدم متابعة جدواها بسبب توافر دخول نفطية هائلة.
- ضخامة الاحتياجات والبرامج في البنية التحتية والتي أدت إلى خلق دور للتمويل العام والمشاركة العامة سيما في مجال المرافق العامة.
- رغبة الحكومات المشاركة في فوائد الريع النفطي أدت إلى توفير الدعم للخدمات بما في ذلك الكهرباء.

غير أن التوسع الحاصل في أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي يعكس إلى حد ما اتجاهين أساسيين، يتعلق الاتجاه الأول بالاستراتيجية دول مجلس التعاون الخليجي الموجهة نحو القطاع الخاص وتشجيعه في المشاركة في الاقتصاديات المحلية. ويتعلق الاتجاه الثاني بالتحرك تجاه ما يعرف بخصخصة الاقتصاديات الداخلية، إذ أنه أغلب ما تم خصخصته في هذه الدول قد اقتصر على بيع كلي أو جزئي لأصول كانت تملكها الدولة للقطاع الخاص*. ومع ذلك يظل التوسع في أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي محدودا نسبيا بشكل يعكس تلك الوتيرة المتباطئة لعملية الخصخصة في هذه الدول، بخلاف العديد من الدول النامية التي نجحت إلى حد كبير بتوظيف أسواق أوراقها المالية لتسريع عملية الخصخصة وبيع

---

[1]- المعهد العربي للتخطيط، تقرير التنافسية العربية 2009، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)، 43.

[2]- شريف غالب، أسواق المال ورأس المال: دلالات خصخصة قطاع الطاقة في دول الخليج العربية، خصخصة قطاع الطاقة في دول الخليج العربية،(الإمارات العربية المتحدة: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2000)، 44.

* من بين المساعي والإجراءات التي قامت بها حكومات دول مجلس التعاون الخليجي لدفع وتيرة عملية الخصخصة قيامها على خصخصة عدد من المشاريع العامة، على غرار بيع الحكومة السعودية 30% من حصتها في شركة "سابك" للصناعات الأساسية للمستثمرين الخواص وتحويل مؤسسة الاتصالات السعودية إلى شركة مساهمة عامة، وخصخصة الخطوط الجوية السعودية، وإصدار الحكومة قرارا في 2002/11/12 يسمح للقطاع الخاص بالدخول في 20 فرعا ونشاطا كان حكرا فقط على الحكومة كتحلية المياه وقطاع النقل الجوي وخدمة المطارات وخدمة البريد وخدمات الموانئ. أما في الكويت فقد أقدمت الحكومة على تخصيص 74 مؤسسة حكومية حتى سنة 2001 بقيمة إجمالية بلغت 4 مليارات دينار كويتي. وشرعت حكومة البحرين في تنفيذ برامج الخصخصة بطرح أسهم شركة فنادق البحرين وشركة البحرين للسياحة وغيرها من مرافق الخدمات. بينما لم تعرف دولة قطر وتيرة سريعة لعملية الخصخصة لانتهاجها لسياسة التدخل الحكومي في الاقتصاد خاصة في قطاع النفط والغاز والقطاع المصرفي.

أسهم شركات القطاع العام لقاعدة واسعة من الأفراد على غرار الأرجنتين وتشيلي وكوريا وماليزيا وتركيا والبرتغال ومصر.

وتعتبر عملية بيع الأسهم في الأسواق المحلية والدولية ثاني أهم طرق الخصخصة، حيث مثلت 12%من إجمالي عمليات الخصخصة في العالم في الفترة 1988- 1993 وحوالي 39% من إجمالي إيراداتها. إلا أن نجاح هذا الأسلوب يعتمد بدرجة كبيرة على مدى استيعاب سوق الأوراق المالية لحجم الإصدارات وإلى نوعية وحجم المؤسسة العامة المراد خصخصتها حيث أنه عادة ما تستخدم هذه الطريقة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير والتي تتمتع بوضعية مالية مريحة، وهو في نفس الوقت يزيد من تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية وتشجيع صغار المستثمرين على شراء الأسهم مما يعمق من ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية. فتشير الدراسات في هذا المجال أن جمايكا، بعد اعتمادها أسلوب بيع أسهم الشركات العامة، استطاعت أن تجذب حوالي 30 ألف مساهم جديد في أول عملية خصخصة، كما استطاعت كل من التشيلي ونيجيريا من اجتذاب 63 ألف و400 ألف مساهم جديد على الترتيب[1].

واستطاعت دول مجلس التعاون الخليجي من خلال خصخصة بعض المشاريع العامة من استقطاب عدد هائل من المستثمرين الأفراد والمؤسسيين، إذ بلغت حصيلة الأموال التي تم الاكتتاب عليها في أسهم شركة الاتصالات السعودية أكثر من 36 مليار ريال حيث تم تغطية الأسهم المطروحة أكثر من ثلاثة أضعاف.كما تجاوز الطلب على الاكتتابات في أسهم شركة "آبار للاستثمارات البترولية" بدولة الإمارات العربية الكمية المطروحة بنحو 800 مرة[2]. ومن شأن هذه العمليات أن تزيد من تدعيم السوق وتوسع قاعدته، وزيادة حجم التداول ما يؤدي إلى زيادة السيولة المالية وكفاءة السوق وتنويع الخيارات الاستثمارية أمام المستثمرين، إضافة إلى إفادة الميزانية العامة بصورة فورية من خلال انعكاس ذلك على انخفاض الإنفاق العام وزيادة حصيلة الضريبية.

إلا أننا نشير أن عملية طرح أسهم الشركات العامة في دول مجلس التعاون الخليجي تتم وفق أسلوب "السهم الذهبي" حيث يتم طرح كمية محددة من الأسهم للاكتتاب، بينما تحتفظ الحكومة بالكمية المتبقية بغية ممارسة حقها في التصويت إذا تعلق الأمر بمصلحة الوطن العليا من دون التدخل في الإدارة التنفيذية[3]. وهذا ما يؤدي إلى إحجام دخول كبار المستثمرين من القطاع الخاص إلى الشركات المراد خصخصتها، وإلى حدوث ضغطا كبيرا على تداول أسهم هذه الشركات باعتبار أن الكمية المطروحة لا تفي باحتياجات صغار المستثمرين. وهذا كان حال خصخصة شركة الاتصالات السعودية حيث طرحت الحكومة 30% من رأس مال الشركة

[1]- عدلي شحادة قندح، التخاصية: أحدث نماذج التنمية الاقتصادية، (عمان: المجدلاوي للنشر والتوزيع، 2003)، 144-145.

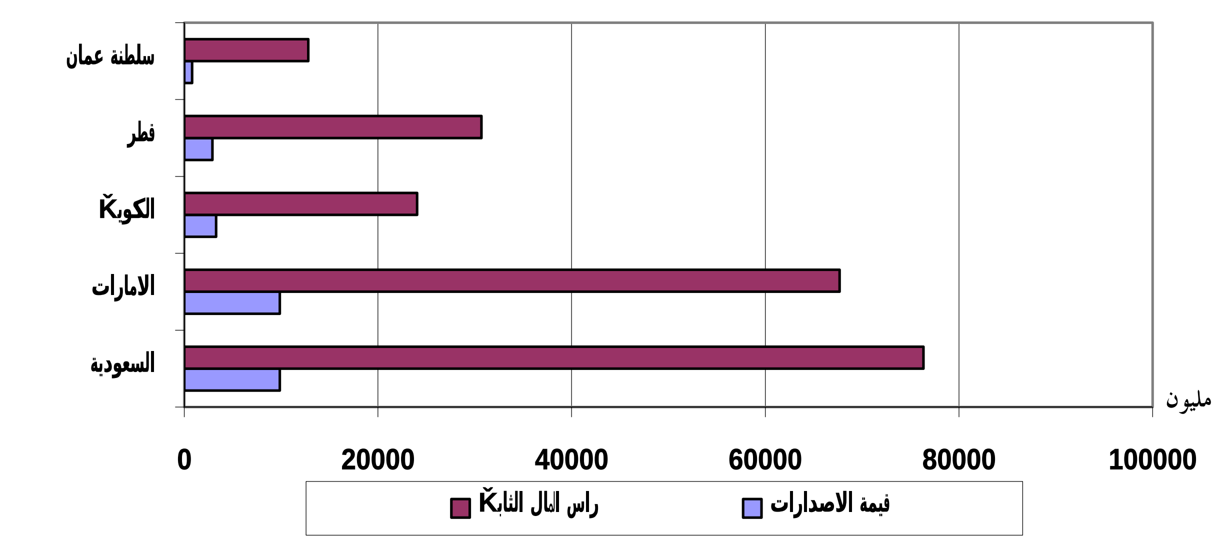
[2]- الهيئة العامة لسوق المال، الإقبال الكبير على الإصدارات الأولية يثير مخاوف البورصات الخليجية، مجلة سوق المال، العدد 33، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، ماي 2005)، 44.

[3]- عدلي شحادة قندح، مرجع سبق ذكره، 165-166.

للاكتتاب موزعة بين 20% للأفراد و10% لصندوق المعاشات والتأمينات الاجتماعية، وتملك الحكومة السعودية ما نسبته 70% من رأس مال شركة "سابك". كما تملك الحكومة الإماراتية 60% من رأس مال شركة الاتصالات، و75% من رأس مال بنك أبو ظبي الوطني، و60% من رأس مال بنك أبو ظبي التجاري وغيرها من الشركات القيادية المدرجة في السوق.[1]

ويمكن التدليل على ضعف مساهمة أسواق الأوراق المالية في تعزيز النشاط الحقيقي والمساهمة في تمويل المشاريع الإنتاجية، من خلال حساب نسبة نشاط الأسواق الأولية من خلال قيمة الاصدارات إلى إجمالي تكوين رأس المال الثابت كما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم 35: حجم الاصدارات في أسواق المال الخليجية وحصيلة تكوين رأس المال الثابت سنة 2007



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى: بيانات البنك الدولي، http://data.albankaldawli.org ، تاريخ الإطلاع: 2011/11/15.

يتضح من الشكل السابق ضالة مساهمة أسواق الأوراق المالية الخليجية في تمويل الاستثمارات وتكوين راس المال الثابت، حيث سجلت سوق تداول للأوراق المالية أعلى نسبة مساهمة في دول مجلس التعاون الخليجي وصلت إلى 12,92% سنة 2007، تليها سوق قطر بنسبة 6,71%، فسوق مسقط بـ 6,29% وسوق السعودية بنسبة ، وسوق الإمارات بنسبة 2,05%. في حيت بلغت هذه النسبة 18,75% في سوق سنغافورة، و21,44% في سوق لندن للأوراق المالية، و24,56% في سوق جنوب إفريقيا.

---

[1]- زياد الدباس، ملكية الحكومات تقلص فرص المستثمرين، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد الأول، (فلسطين: سوق فلسطين للأوراق المالية، حزيران 2007)،55.

المبحث الثالث: معوقات تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية الخليجية

بالرغم من التطورات الايجابية التي شهدتها أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي إلا أنها ما زالت تعاني من أوجه قصور عدة تحد من قدرتها على تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن أهم المعوقات التي تحول دون تطوير وتنمية هذه الأسواق نذكر ما يلي.

المطلب الأول: معوقات متعلقة بعرض الأوراق المالية

الفرع الأول: سيادة النمط العائلي في تملك أسهم الشركات

تلعب الشركات العائلية دورا هاما في النشاط الاقتصادي في الدول التي تنتهج الاقتصاد الحر، وتمثل العصب الرئيسي لاستثمارات وأعمال القطاع الخاص في العالم حيث تشكل هذه الشركات 85% من عدد الشركات المسجلة عالميا، إذ تمثل هذه الشركات 33% من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، و43% من الشركات الكبرى في ايطاليا، و80% من الشركات الكبرى في اسبانيا و75% من الشركات الكبرى في الدول الصناعية[1].

وتشير الإحصائيات أن 98% من النشاط التجاري في منطقة الخليج تملكه شركات عائلية والبالغ عددها 20 ألف شركة، تجمع أصول وصلت قيمتها حوالي 750 مليار دولار، وإجمالي استثماراتها العالمية بلغت 2 تريليون دولار، وتستقطب حوالي 70% من العمالة المحلية والوافدة خارج القطاع الحكومي (حوالي 15 مليون عامل)[2].كما تفيد الإحصائيات لسنة 2000 عن وجود 451 ألف شركة عائلية مسجلة في السعودية بينما كان التداول يتم على أسهم 75 شركة مساهمة عامة فقط، وأحصت الكويت 110 ألف شركة عائلية في حين كان يتم التداول على أسهم 86 شركة مساهمة، وأحصت البحرين 69 ألف شركة عائلية بينما يتم التداول على أسهم 41 شركة مساهمة. وهذا ما أكسب أسواق الأوراق المالية الخليجية ضيق قاعدة الملكية وقلة عدد الشركات المدرجة حيث تتخذ الشركات العائلية في غالب الأحيان شكل شركات الأشخاص، ففي السعودية مثلا كانت التركيبة القانونية للشركات العائلية سنة 2005 على النحو التالي: 67% شركات مسؤولية محدودة، 23% شركات تضامن، 9% شركات توصية بسيطة، و1% شركات مساهمة. وفي هذه القلة القليلة نجد أن أفراد العائلة يمتلكون أكثر من 70% من أسهم الشركة، ويتم طرح النسبة المتبقية على شخصيات مالية بارزة وعلى كبار رجال الأعمال في اكتتاب خاص ما يجعل غالبية هذه الأسهم غير نشطة في السوق نتيجة احتفاظ المؤسسين وعدد من المكتتبين بحصصهم وعدم حدوث تنازلات إلا

---

[1]- طلال ناصر الدين، التحول من الشركات العائلية إلى الشركات المساهمة العامة: تجارب فلسطينية، وقائع الملتقي السنوي الثالث لسوق رأس المال الفلسطيني، (فلسطين: سوق فلسطين للأوراق المالية، 2009)، 43.

[2]- طارق الماضي، التحول إلى شركات المساهمة: الضمان الأوحد لاستمرار الشركات العائلية، مجلة تداول، العدد الثامن، (الرياض: سوق الأسهم السعودية، ربيع 2004)، 19.

في حدود ضيقة.كما يفرض النظام الأساسي للشركات العائلية حصول موافقة على بيع الأسهم للغير وإلا تتقدم هي بالشراء أو تقوم بتقديم مشتر بديل للبائع[1]. وبقاء هذه الشركات واستمرارها يصطدم في واقع الحال بمجموعة من العقبات والتحديات أبرزتها المتغيرات الاقتصادية المتسارعة والمتلاحقة، فقد أشارت بعض الدراسات التي يمكن الاستئناس بها إلى أن متوسط عمر الشركات العائلية الكبيرة في دول الخليج هو 40 سنة، كما أن 30% منها فقط هو القادر على الاستمرار حتى الجيل الثاني و12,5% منها قادر على الاستمرار حتى الجيل الثالث، و4% حتى الجيل الرابع، واقل من 1% حتى الجيل الخامس. وقد أثبتت التجربة العملية في حالات كثيرة أن عدد كبير من الشركات العائلية تندثر وتضمحل بعد غياب مؤسسها إذ أن واحد من اصل ثلاثة أنشطة عائلية يستمر حتى الجيل الثاني وواحد من عشرة يستمر حتى الجيل الثالث.

ومن أهم التهديدات التي تواجه بقاء الشركات العائلية صعوبة الحصول على التمويل اللازم لتطوير الشركة في ظل التطورات الاقتصادية وفرض المزيد من الانفتاح وتحرير الأسواق وإلغاء أشكال الحماية والاحتكار، في حين أن تحولها إلى شركات مساهمة يمنحها المزيد من المزايا التي تساعدها على النمو والتوسع* يأتي في مقدمتها توفير خطوط تمويل جديدة عن طريق زيادة رأس مال الشركة بطرح أسهم جديدة أو الحصول على القروض من المصارف التي تطمئن إلى الشركات التي تمتلك نظم إدارة والإفصاح الدوري عن القوائم والبيانات المالية.

وتشجيع الشركات العائلية على طرح أسهمها للاكتتاب من خلال توفير البيئة التشريعية والاقتصادية والمالية المواتية إنما يعود نفعه بالدرجة الأولى على أسواق الأوراق المالية، فيؤدي ذلك إلى تشجيع ودعم الأسواق الأولية عبر إنشاء العديد من الشركات المنتجة وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات نحو المشروعات الجديدة والاهتمام بإيجاد مؤسسات مالية تتخصص في تسويق وتغطية الإصدارات الجديدة. زيادة على ذلك، فان من شأن هذا التحويل أن يسهم في زيادة عدد الأسهم المطروحة ومن ثمة امتصاص قدر مهم من الموارد النقدية التي تغذي المضاربة مما يسهم في جعل سوق الأسهم سوقا للاستثمار الحقيقي وليست سوقا للمضاربة، وتتعزز بذلك الدراسات والأبحاث التي تهدف إلى تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي.

إلا انه من الصعوبة بمكان إقناع الشركات العائلية على التحول إلى شركات عامة خوفا من انكشاف ثروات أفرادها لدى الآخرين، وممانعتهم لتوسيع قاعدة الملكية حبا في إبقاء السيطرة على ادراة الشركة في

---

[1]- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، (مصر: دار النهضة العربية، 1996)، 146.

* يمكن الاستشهاد، في هذا السياق، بشركة جرير السعودية التي كانت عائلية وتحولت إلى شركة مساهمة سنة 2000، وكان من نتائج هذا التحول زيادة أرباح الشركة حيث انتقلت من 80 مليون ريال سنة 2001 إلى 94 مليون ريال سنة 2002 إلى 109 مليون ريال سنة 2003، نهيك عن زيادة مبيعات الشركة والتي بلغت 663 مليون ريال سنة 2003، والتوسع في المشاريع بزيادة عدد الفروع داخل السعودية وخارجها وارتفاع في معدل التوظيف.

حوزتم وحبا في المحافظة على هوية الشركة وقيمتها الأساسية خاصة إذا أدركنا أن إدارة الشركات العائلية هي ذات طبيعة محافظة تعتمد بشكل كبير على التمويل من مصادر ذاتية. ويؤيد هذا الاتجاه تلك الدراسة التي أجراها مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية والذي توصل فيها إلى الشركات العائلية تميل إلى مقاومة الإدراج العام[1]، ففي السعودية أحصى الخبراء 1500 شركة عائلية تبلغ أصولها وممتلكاتها أكثر من 100 مليار دولار قادرة على التحول إلى شركات مساهمة إلا أنها تتردد في ذلك[2].

الفرع الثاني: ضعف أسواق السندات

لا تزال أسواق السندات في أسواق الأوراق المالية الخليجية في مراحلها الأولى مقارنة مع مثيلاتها من الدول النامية والاقتصاديات الناشئة لافتقارها لعدد من المتطلبات والمقومات اللازمة لتطورها ما انعكس سلبا على قدرتها في تحفيز القطاع الخاص علما أن السندات تمثل حوالي 70% من حجم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العالمية. وقد تزايد في الآونة الأخيرة حجم الاستثمارات في الأوراق المالية الحكومية في الدول الخليجية، حيث ارتفعت القيمة الإجمالية لسندات الدين من 40 مليار دولار سنة 2006 إلى 48.5 مليار دولار سنة 2007 لتتقلص إلى 22.7 مليار دولار سنة 2008 بسبب أزمة الائتمان العالمية، لترتفع بعدها إلى 27.2 مليار دولار سنة 2009. واحتفظت الإمارات العربية بمركز الصدارة منذ سنة 2006 حيث استطاعت أن تحشد من خلال السندات الحكومية وسندات الشركات ما قيمته 9.5 مليار دولار سنة 2010، تليها قطر بقيمة إصدارات قدرت بـ 9.3 مليار دولار، فيما حلت عمان في المرتبة الأخيرة بقيمة إصدارات بلغت 400 مليون دولار[3].

إن ضعف أسواق السندات ومحدودية المتعاملين فيها القاصرة على المصارف التجارية والهيئات الحكومية، إنما يرجع إلى مجموعة من الأسباب، منها:

- عدم اهتمام السلطات الخليجية بتطوير أسواق السندات نتيجة التعويل على الإيرادات النفطية وما يترتب عنها من فوائض في الميزانية العامة استخدمتها الدول الخليجية في إنشاء مشاريع البنية التحتية وتقليص الدين العام.
- إحجام الجمهور وصناديق الاستثمار الإسلامية من الاستثمار في السندات لاعتبارات دينية تحرم التعامل مع الربا، وهذا ما جعل سوق السندات ذات تركيز رأسي غالبا ما تقتصر على نفس المتعاملين في السوق الأولية كالمصارف والهيئات الحكومية. وفي هذا الصدد تشير الإحصائيات لسنة 2002 أن صناديق

---

[1]- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، استجابة للعولمة: ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الاسكوا، (نيويورك: اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، 2004)، 49.

[2]- جريدة أخبار الخليج نقلا عن مركز الخليج للدراسات الإستراتيجية، الشركات العائلية الخليجية وضرورة تطويرها، العدد 12305، الصادرة يوم 2011/11/01،البحرين، www.akhbar-alkhaleej.com، تاريخ الإطلاع: 2011/11/01.

[3]- مريم بدر الدين، ارتفاع سوق السندات الخليجية إلى 57 مليار دولار سنة 2010، www.almogaz.com، كتبت يوم: 2011/05/13، تاريخ الإطلاع: 2011/11/29.

المعاشات والبنوك التجارية في سلطنة عمان استحوذت على 62,5% من سندات التنمية المطروحة في سوق مسقط المالي في حين كان نصيب المستثمرين الأفراد منها 11,6%.

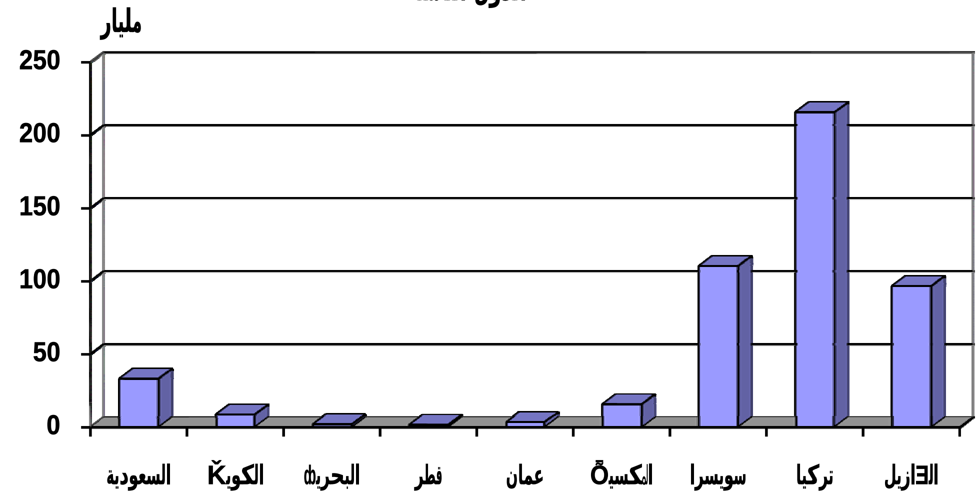
- اعتماد القطاع الخاص على التمويل المصرفي لتلبية احتياجاته المالية قصيرة ومتوسطة الأجل وإحجامه عن إصدار السندات، حيث بلغ حجم إصدار سندات الشركات 2,87% من إجمالي إصدارات سندات الدين سنة 2009. كما أن المؤسسات المالية والمصارف الخليجية لا تعتمد في تدبير مواردها على إصدار السندات حيث لا يتعدى نصيب سندات المؤسسات المالية في إجمالي المطلوبات 2% سنتي 2007 و2008. علما أن القروض المباشرة تمثل أعلى نسبة في مكونات التمويل المصرفي تجاوزت سنة 2007 و2008 حدود 50% من إجمالي قيمة الأصول[1].
- ضعف ثقافة تصنيف الائتمان ونقص مستويات الشفافية ومقاييس وآجال الاستحقاق.

وتتضح ضعف أداء أسواق السندات في دول مجلس التعاون الخليجي عند مقارنتها لحجم أسواق الأسهم الخليجية وقيمة الموجودات المصرفية، حيث بلغت نسبة أسواق السندات حوالي 5,75% من حجم أسواق الأسهم سنة 2006، و4,5% سنة 2007. في حين بلغت نسبة حجم أسواق السندات 6,14% من حجم الموجودات المصرفية سنة 2006، و5,34% سنة 2007. ويزداد ضعف نشاط أسواق السندات الحكومية الخليجية وضوحا عند مقارنتها بأسواق السندات الحكومية لعدد من الأسواق الناشئة الأخرى كما يبينه الشكل التالي.

---

[1]- إبراهيم أونور، حلقة نقاشية حول: قياس كفاءة بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، المعهد العربي للتخطيط، www.arab-api.org، تاريخ الإطلاع: 2011/11/28.

الشكل رقم 36: حجم اسواق السندات الخليجية الحكومية مقارنة بأحجام أسواق السندات في بعض الدول الناشئة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، (الإمارات: صندوق النقد العربي، 2008)، 140. وبيانات الاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سبق ذكره.

الفرع الثالث: تجاهل الشركات المساهمة لقيد أوراقها المالية في السوق

لا تشتمل أسواق الأوراق المالية الخليجية جميع الأوراق المالية التي صدرت بسبب وجود عدد من الشركات غير المقيدة فيها، ويعود ذلك إما لعدم توافر شروط قيدها أو عدم رغبتها في استيفاء إجراءاته. وما من جدال أن عدم القيد الإرادي في الأسواق المالية المتقدمة لا يشكل عائقا كبيرا على نشاط هذه الأسواق نظرا لقلته بسبب إلمام الشركات بالمزايا التي يوفرها القيد في هذه الأسواق، واتسام هذه الأسواق بالتنوع وضخامة الحجم. غير أن حدوث هذا السلوك في أسواق حديثة النشأة تتسم بمحدودية العرض وقلة الأدوات المالية المتداولة فان الأثر يكون بالغ الأهمية مما يؤدي إلى إضعافها أكثر، كما هو الشأن في أسواق الأوراق المالية الخليجية. ومن أهم أسباب عزوف شركات المساهمة من قيد أوراقها المالية في البورصات الخليجية مايلي:

- الجهل بفوائد الإدراج في البورصات، ونظرة مسئولي الشركات للبورصات بنظرة الإلزامية والخضوع لقرارات هيئات أسواق المال بشأن الإدلاء والإفصاح عن نشاطات الشركات. وقيد هذه الشركات في بورصاتها المحلية التي تحمل لهم مجموعة من المزايا، من أهمها[1]:

- حصول الشركة على إعلان دائم وبصورة مجانية، ومساعدتها على الظهور والانتشار، وتقوية مركزها وهيبتها أمام العديد من الأطراف الخارجية من العملاء والموردين والمستثمرين والمقرضين، وزيادة التعريف

[1]- علي شلبي، بورصة الأوراق المالية: دراسة علمية وعملية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1962)، 44. عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، 27-28.

لها من خلال نشر أسعار أوراقها المالية في الجرائد والمجلات والمطبوعات التي تصدرها السوق وعبر وسائل الاتصال المرئية والمسموعة. وهذا ما يكسبها شهرة وسمعة تنعكس إيجابا على مردودية الشركة ونشاطها.

- الإدراج يكسب الشركات مزيدا من المصداقية كونها تعمل تحت مظلة إشرافية ورقابية تؤمن الإفصاح والشفافية للمستثمرين.
- يمكن الإدراج من تتبع ومعرفة ورصد أسعار الأوراق المالية يوميا، والذي يعكس إلى حد ما صحة وسلامة المركز المالي للشركة المصدرة، وهذا ما يسمح للشركات ذات الأداء الجيد التي تتمتع أسعار أوراقها المالية بالاستقرار النسبي أن تتحصل على القروض من البنوك بكل سهولة ويسر، وخاصة البنوك التي تقرض بضمان الأوراق المالية. وحسب إحدى التحقيقات التي قامت بها بورصة باريس سنة 1996، خلصت إلى أن الشركات المسعرة في البورصة تتميز بأسبقية تمويلية يقدر بـ62% مقارنة مع المؤسسات غير المسعرة.

- التهرب من سداد الالتزامات المترتبة على القيد باعتبارها عبئا ماليا تتحمله الشركة. إلا أنه عند موازنة هذه التكاليف بالفوائد المترتبة على الإدراج قد يظهر أن الشركة ستكسب على المدى المتوسط والبعيد. إضافة إلى أنه في إطار سعي البورصات الخليجية لتنشيط أسواق أوراقها المالية فإن هيئات أسواق المال الخليجية عمدت إلى تخفيض تكاليف الإدراج إلى حدودها الدنيا. ففي البحرين مثلا، تقدر رسوم التسجيل بـ 0,1% من رأس المال المدفوع بحد أقصى محدد بـ 15000 دينار بحريني (39893 دولار أمريكي) وبحد أدنى محدد بـ 5000 دينار بحريني (13800 دولار أمريكي) وتدفع مرة واحدة. في حين تقدر رسوم الاشتراك السنوي بـ : 0,1% على أول 10 مليون دينار فأقل من راس مال المدفوع وبحد أدنى محدد بـ 3000 دينار، 0,05% على المبالغ التي تزيد عن 10 مليون وإلى غاية 50 مليون دينار، 0,025% على المبالغ التي تزيد عن 50 مليون دينار وبحد أقصى 20 ألف دينار. وتقدر رسوم التسوية والمقاصة على النحو التالي: 0,0125% من راس المال المدفوع لأول 15 مليون دينار بحد أدنى 1000 دينار، و0,00625% من راس المال المدفوع للمبالغ التي تزيد عن 15 مليون على أن يكون الحد الأقصى لرسوم الإيداع المركزي 4000 دينار[1].

ويتعلق هذا العنصر بغياب سوق موازية في بعض دول مجلس التعاون الخليجي نظرا للمتطلبات والشروط التي تفرضها هيئات المال للإدراج في السوق المنظمة والتي لا تستجيب لها غالبية شركات المساهمة في دول مجلس التعاون الخليجي ما يستوجب التفكير في إنشاء أسواق موازية تتضمن متطلبات الإدراج فيها شروط مرنة وميسرة تتماشى مع الأوضاع المالية والاقتصادية للشركات الخليجية لاستقطاب شركات المساهمة غير المدرجة والشركات الصغيرة والمتوسطة من جهة، وتشجيع الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة

[1]- سوق البحرين للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009، 25.

من جهة أخرى. ومن شأن هذا الإجراء أن يفتح الباب لهذه الشركات لطرق باب الأسواق المنظمة والاستفادة من مزاياها ومن ثم تنشيط السوق الثانوية بضخ كمية من الأوراق المالية وإتاحة الفرص للمستثمرين بشأن تنويع محافظهم الاستثمارية. وفي هذا الصدد، فانه توجد أسواق موازية في كل من سلطنة عمان والإمارات والكويت، في حين لا توجد إلا الأسواق المنظمة في كل من السعودية وقطر والبحرين.

المطلب الثاني: معوقات متعلقة بطلب الأوراق المالية

هناك مجموعة من العوامل ساعدت على ضيق قاعدة الطلب على الأوراق المالية، نذكر أهمها في النقاط التالية.

الفرع الأول: عدم تنوع الأدوات المعروضة في السوق

قد سبق لنا وأن ذكرنا أن أسواق الأوراق المالية الخليجية تتصف بضعف فرص التنويع الناجمة أساسا عن انخفاض في الأوراق المالية كما ونوعا ما انعكس سلبا على سيولة وعمق السوق، بخلاف ما هو سائد في الأسواق المتقدمة حيث يجد المستثمر نفسه أمام مجموعة من الأوراق المالية يختار منها ما يناسب أهدافه وميوله. فأغلب التعاملات في الأسواق المالية الخليجية تقع على الأسهم في ظل غياب البدائل الاستثمارية الأخرى كالصكوك والسندات وهذا ما لا يتماشى مع الاتجاهات الحديثة للاستثمار المالي التي ترتكز على تكوين المحافظ المالية القائمة على التنويع، حيث أن المحافظ المالية تشكل ما نسبته 75% من إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية في العالم، وتشكل السندات بحكم انخفاض درجة مخاطرتها المكون الأساسي للمحافظ المالية. ونلاحظ أن الأسواق المالية الخليجية لا توفر أرضية لتكوين المحافظ المالية لسببين أساسين: أما على المستوى المحلي فان غالبية الأسهم المتداولة إنما تعود لقطاع واحد أو قطاعين وهما القطاع المالي وقطاع الخدمات بنسب تتعدي 60%. السبب الثاني يرجع للارتباط الكبير لأسعار الأسهم الخليجية بأسعار الأسهم في الأسواق المتقدمة خاصة منها الولايات المتحدة الأمريكية. في حين تستطيع الدول الخليجية أن تبتكر بدائل هامة ومهمة تثري بها أسواقها المالية وتستقطب بها عددا هائلا من المدخرين على غرار الصكوك والأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم 29 : نوعية الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الخليجية سنة 2005

السوق	الأدوات المالية
الكويت	الأسهم، وحدات صناديق الاستثمار، الخيارات، العقود الآجلة
السعودية	الأسهم، السندات، وحدات صناديق الاستثمار
سلطنة عمان	الأسهم، وحدات صناديق الاستثمار، السندات
الإمارات	الأسهم، السندات، الصكوك الإسلامية، وحدات صناديق الاستثمار
البحرين	الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، الصكوك الإسلامية، وحدات صناديق الاستثمار
قطر	الأسهم ، السندات، وحدات صناديق الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المواقع الالكترونية للبورصات الخليجية.

ويمكن الاستدلال بتدني عدد الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية الخليجية بمقارنة عدد الأسهم المتداولة في هذه الأسواق بتلك الأعداد المتداولة في الأسواق الناشئة المختلفة، والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم 30: تطور أعداد الأسهم المتداولة في مجموعة من أسواق الأوراق المالية في الفترة 2005- 2008

	2005	2006	2007	2008
السعودية	12281,33	54439,7	57886	58831
الكويت	52201,34	37658	70417	80851
عمان	452,23	922,2	2742	4197
الإمارات	33858,2	50939,9	157333	126416
البحرين	458,31	727,6	851	1676
قطر	1033,08	2428,4	3411	3894
تركيا	199187,8	200858,3	294293,1	114307,7
البرازيل	165275,6	276149,8	597995,3	4487
الهند	314689	423563,5	751388,3	142191,3
كوريا الجنوبية	1210662,4	1342085,8	2005993,8	212946,5
جنوب إفريقيا	201779,1	311041,4	423731,8	82580,6

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: تقارير الاقتصاد العربي الموحد لأعداد مختلفة. بيانات الاتحاد الدولي للبورصات، مرجع سبق ذكره.

الفرع الثاني: تدني مستوى الإفصاح والشفافية

يعتمد نجاح أي سوق للأوراق المالية في أداء وظائفها على الوجه الأمثل على وجود دعامة أساسية وضرورية تقوي أواصر الترابط بين الفاعلين في السوق المالي، هذه الدعامة تتمثل في الثقة وصناعتها والتي أصبحت مطلبا مهما في ظل الاعتماد على الشركات لزيادة النمو الاقتصادي، والتوسع الهائل في حجم الشركات والرغبة في فصل الادراة عن الملكية وتزايد انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود في ظل تحرير الأسواق المالية والبحث عن مصادر التمويل بتكاليف متدنية. في هذه الظروف لم تعد الثقة سلوكا عفويا وجبليا يهتدي إليه المتعاملين في السوق المالية خاصة منها الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية تحت ذريعة حماية المصالح العامة للشركة وتطبيقا للمثل الفرنسي:" pour vivre mieux, vivons cachés".

والثقة في سوق الأوراق المالية لها ركنان أساسيان، وهما: الإفصاح والشفافية* القائمتان على مبدأ المساواة بين جميع المساهمين والمتعاملين. وقد اهتدى الفكر الإداري والتنظيمي إلى وضع إطار جديد يتضمن دعوة عالمية لوضع تشريع دولي يضبط السلوك ويعكس الاهتمام الدائم بالشفافية، خاصة بعد حصول سلسلة من الانهيارات والأزمات التي عصفت باقتصاديات دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن الماضي، وما شهدته الولايات المتحدة الأمريكية في أعقاب انهيار شركة "Inron"وشركة "World COM" سنة 2001 والتي كان من أهم أسبابها عدم الإفصاح الكامل للمعلومات وتدليسها. هذا الإطار الجديد اصطلح على تسميته "حوكمة الشركات" التي تعرفها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على أنها "النظام الذي يتم بموجبه إدارة ومراقبة أعمال الشركات وتوزيع الحقوق والمسؤوليات"[1]. وقد وضعت هذه المنظمة ستة مبادئ أساسية للحوكمة، وهي: تحديد حقوق حملة الأسهم، المعاملة العادلة لجميع حملة الأسهم، تحديد دور أصحاب المصالح، الإفصاح التام والشفافية، تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة*.

إن تمكين نظام الحوكمة يؤدي في النهاية إلى زيادة الثقة بالاقتصاد وتفعيل دور أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال:

- تسهيل الحصول على التمويل وبتكلفة أقل، حيث أن التزام الشركات بنظام الحوكمة يبعث على الاطمئنان والأمان في نفوس المستثمرين، ويعزز ثقتهم في استثمار أموالهم في الأسواق المالية ومن ثم يزيد إقبالهم على

---

* يقصد بالإفصاح تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية، وتقديمها بصفة دورية، وحتى في الحالات الاستثنائية، للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات، ونقلها إلى الجمهور وبشكل أساسي المساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم بكافة الوسائل التي تمكنهم من الإطلاع عليها. أما مصطلح الشفافية فيقصد به تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات الرقابية، فيما عدا تلك المعلومات التي تضر بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها كأسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين، بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دوليا.

[1]- سالم بن سلام بن حميد الفليتي، حوكمة الشركات المساهمة في عمان، (عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2010)، 24.

* لمزيد من التفصيل، أنظر: وليد بن نعمة الهزاع، حوكمة الشركات: أهمية تطبيق معايير الحوكمة الرشيدة وقواعدها في المؤسسات المالية والبنوك بدول مجلس التعاون الخليجي وأثره الايجابي على تنامي الاقتصاد الخليجي، سلسلة المسيرة، العدد 09، (الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2009)، 20-23.

الاكتتاب في الإصدارات الأولية التي تطرحها الشركات، وهذا ما أثبتته الدراسة التي قامت بها "ماكينزي" و"كومباني" بالتعاون مع البنك الدولي والتي خلصت إلى أن المستثمرين على استعداد لدفع قيمة أعلى لأسهم الشركات التي تمارس الحوكمة مقارنة بتلك التي تفتقر إلى هذه الممارسات[1].

- إدخال ممارسة الحوكمة الرشيدة للشركات من شأنه أن يكون عنصرا حاسما في جذب التمويل الخارجي، حيث تؤكد عدد من الدراسات التطبيقية أن الشركات التي تمتاز بالحوكمة رشيدة تتمتع بتقييم أعلى في السوق، وتحقق أفضل الإيرادات خاصة في الأسواق المتقلبة[2].
- تسمح الحوكمة بتعزيز الإجراءات الرقابية وإجراءات التدقيق على الشركات، ومن ثم إبطال أي محاولات احتيال أو فساد وبذلك تسلم أجهزة السوق المالي من أي هزات قد تصيبها بالعطب. وقد وجدت البحوث أن ضعف حوكمة الشركات من العوامل الرئيسية التي تؤدي لنشوء عمليات الاحتيال خاصة في ظل تشابك المصالح، فوفقا لدراسة أجرتها مؤسسة الفاحصين المعتمدين للاحتيال في الولايات المتحدة الأمريكية فان الشركات تفقد 70% من إيراداتها السنوية بسبب الاحتيال[3].
- حماية حقوق المساهمين والدائنين وزبائن الشركة.

ويمكن النظر إلى الحوكمة في دول مجلس التعاون الخليجي من زاويتين تؤثر الأولى على الثانية. تتعلق الزاوية الأولى إلى نظرة الحوكمة في إطارها العام الذي يعكس إلى حد كبير طبيعة الأنظمة الاقتصادية والسياسية لهذه الدول. فكما سبق ذكره، فان الاقتصادات الخليجية ما زالت أحادية تعتمد على النفط كمورد أساسي لها، ويعد الإنفاق الحكومي المحرك الأساسي للأنشطة الاقتصادية، وتسيطر الحكومة في هذه الدول على معظم الخدمات العامة، وغالبية الشركات المسجلة هي شركات عائلية. في مثل هذه الأوضاع من الصعب بلورة نظام يعطي للعلاقات اتجاها معينا ويحدد مهام ومسؤوليات كل طرف. ويشير تقرير التنافسية العربية لسنة 2009 في جانبه المتعلق بمؤشر الحاكمية وفاعلية المؤسسات أن دول مجلس التعاون الخليجي بحاجة إلى جهد لتحسين المناخ الاستثماري قصد جذب الاستثمارات إليها.

[1]- فيليب ارمسترونج، حوافز الاستثمار في حوكمة الشركات، منتدى حول تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، (واشنطون: مؤسسة التمويل الدولية،فيفري 2011)، 01-03.

[2]- الصفحة أعلاه.

[3]- جون سوليفان، إدارة المخاطر، منتدى حول تشجيع حوكمة الشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، (واشنطون: مؤسسة التمويل الدولية،فيفري 2011)، 04.

الجدول رقم 31: مؤشرات الحاكمية وفاعلية المؤسسات في دول مجلس التعاون الخليجي

	2006				2009			
	الفساد الإداري	احترام القانون	البيروقراطية	مؤشر الحاكمية	الفساد الإداري	احترام القانون	البيروقراطية	مؤشر الحاكمية
البحرين	0,42	0,85	0,5	0,59	0,33	0,75	0,33	0,47
الكويت	0,36	0,85	0,5	0,57	0,52	0,75	0,33	0,53
عمان	0,57	0,85	0,5	0,64	0,5	0,75	0,33	0,53
قطر	0,36	0,95	0,5	0,61	0,46	0,75	0,33	0,51
السعودية	0,36	0,85	0,5	0,57	0,33	0,5	0,33	0,47
الإمارات	0,36	0,57	1	0,64	0,33	0.5	0,67	0,5

المصدر: المعهد العربي للتخطيط، تقرير التنافسية العربية، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط،2006)، 34. المعهد العربي للتخطيط، تقرير التنافسية العربية، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)، 38.

ويتعلق الاتجاه الثاني للحوكمة الشركات في إطار أسواق الأوراق المالية والتي تهدف إلى زرع الثقة فيها وحماية حقوق المساهمين وجذب المزيد من المتعاملين إليها. وقد خطت هيئات أسواق الأوراق المالية الخليجية خطوات هائلة، رغم حداثتها وفتوتها، في وضع منظومة تشريعية تلزم الشركات المدرجة على الإفصاح عن قوائمها المالية وتحمي حقوق المساهمين فيها، حيث أفاد تقرير صادر عن منظمة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا بوجود بوادر إيجابية لمدى تطبيق أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي لمعايير الحوكمة وأنظمتها، وأشار إلى أن عدد من دول المجلس قطعت شوطا لا بأس به في تطبيق معايير الحوكمة من حيث تطبيق نظام الرقابة الداخلية المستقلة وممارسة الإفصاح والشفافية ومنع التداول الداخلي. إلا أن هذه الخطوات ما زالت في بداياتها وتكتنفها مجموعة من النقائص لحداثة مصطلح الحوكمة على هذه الدول.

وأشارت دراسة صادرة[1] عن معهد "حوكمة" بالتعاون مع شركة "المستثمر" أن سلطنة عمان تحتل المرتبة الأولى في مؤشر أفضل ممارسات حوكمة الشركات*، تليها مملكة البحرين بنقاط متقاربة. وتأتي كل من السعودية والكويت في مراتب متأخرة على الرغم من امتلاكهما أفضل الأسواق في المنطقة من حيث السيولة والنضج.كما تشير الدراسة إلى أن 32% من الشركات الخليجية المدرجة لا تنشر تقاريرها السنوية باللغة الانجليزية، وهذه النسبة تبلغ ذروتها في كل من المملكة العربية السعودية والكويت بواقع 68% و60% على

---

[1]- وليد بن نعمه الهزاع، مرجع سبق ذكره، 50-51.

* تعتبر سلطنة عمان من أوائل دول مجلس التعاون الخليجي التي قامت بإصدار ميثاق للحوكمة سنة 2002 والذي حدد الإطار الهيكلي والتنظيمي لشركات المساهمة العامة ورؤساء وأعضاء مجالس إداراتها وإداراتها التنفيذية. وفي مطلع سنة 2004 تم الإعلان عن التطبيق الكلي لأحكام ميثاق تنظيم إدارة الشركات المساهمة العامة الأمر الذي ساهم في تحسين الممارسات السليمة للإدارة الرشيدة في الشركات. كما تم في سنة 2008 إنشاء مركز عمان لحوكمة الشركات بهدف ترسيخ ثقافة الإفصاح وبث رسائل التوعية والبرامج التثقيفية لتقريب تواصل الأفراد بالشركات.

التوالي. وتضيف الدراسة أن 19% من الشركات الخليجية المدرجة لا تملك موقعا للانترنت، وأن 23% منها تعلن مسبقا عن مواعيد انعقاد جمعياتها العمومية، و91% منها لا تعلن مسبقا عن موعد إعلان نتائجها المالية،كما أن 59% لا تتداول أسهمها يوميا، وتصل هذه النسبة ذروتها في البحرين بـ 98%.

وفي مسح أجراه معهد الحوكمة التابع لمركز دبي المالي العالمي بالتنسيق مع معهد التمويل الدولي سنة 2005، تبين أن شركات دول مجلس التعاون الخليجي تطبق 50% من المعايير الدولية المتعلقة بالحوكمة، وجاءت سلطنة عمان في مقدمة الدول الخليجية في تطبيق معايير الحوكمة حيث نفذت 70% منها على خلفية إصدارها قانونا يخص حوكمة الشركات سنة 2002[1]، في حين نلاحظ غياب قانون يتضمن ممارسات الحوكمة في دول مجلس التعاون إلا في السعودية التي أصدرت دليلا استرشاديا غير ملزم التطبيق سنة 2007.

ومن الإجراءات التي اتخذتها بعض هيئات أسواق المال الخليجية في إطار تعزيز مستوى الإفصاح إلزام الشركات على نشر قوائم المساهمين الذين يملكون نسبة معينة من الأسهم، ففي كل من الكويت والإمارات والسعودية تحدد هذه النسبة بـ 5%، وفي سلطنة عمان تقدر بـ 10%. إلا أن التحدي الكبير الذي يواجه أسواق الأوراق المالية الخليجية هو في تطبيق هذه التشريعات ومدى التزام الشركات بمبادئ الإفصاح وهذا ما تعكسه كثرة المخالفات التي تشهدها هذه الأسواق ما يفسر عدم ترسيخ ثقافة الإفصاح لدى الشركات المدرجة. ففي سنة 2007 تم رصد 43 حالة مخالفة بشأن الإفصاح عن البيانات المالية من طرف الشركات المدرجة في سوقي أبو ظبي ودبي، و57 حالة سنة 2008، و76 سنة 2009. كما قامت بورصة الكويت بتاريخ 2011/11/16 بتعليق تداول أسهم 50 شركة مدرجة بسبب عدم نشرها للنتائج المالية في موعدها المحدد[2].

الفرع الثالث: القيود المفروضة على المستثمر الأجنبي

احتدم الجدال بين الاقتصاديين حول مدى فعالية الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، أو ما يطلق على تسميتها الاستثمارات المحفظية، في تثبيت النمو الاقتصادي وتفعيل نشاط أسواق الأوراق المالية خاصة في ظل تزايد الاهتمام بدور هذه الاستثمارات في تمويل الأسواق المالية الناشئة. حيث تشير الإحصائيات أنه خلال سنة 2010 بلغ مجمل تدفقات الاستثمار المحفظي حوالي نصف حجم تدفقات الاستثمار المباشر كنتيجة مباشرة لدخول لاعبين جدد من المستثمرين في السوق المالي الدولي، كصناديق التقاعد التي قدر قيمة أصولها المالية بـ 28000 مليار دولار سنة 2009 بعدما كانت تقدر بـ 860 مليار دولار مع بداية 1980، وصناديق الاستثمار المشتركة التي قامت بإدارة 23000 مليار دولار سنة 2009 بعدما كانت هذه القيمة لا تتعدى

[1]- عدنان قباجة وآخرون، تعزيز حوكمة الشركات في فلسطين، (رام الله: معهد أبحاث السياسات الاقتصادية الفلسطيني، 2008)، 21.

[2]- جريدة الاتحاد، تعليق التداول على ربع الشركات المدرجة في سوق الكويت، تاريخ النشر: 2011/11/17، www.alittihad.ae، تاريخ الإطلاع: 2011/11/30.

120 مليار بداية سنة 1980، وانتقلت توظيفات شركات التأمين من 519 مليار دولار سنة 1980 إلى 20000 مليار دولار سنة 2009[1].

وتعتبر أسواق الأوراق المالية الخليجية من الأسواق الناشئة والتي توفر مجموعة من المزايا للمستثمرين الأجانب، منها القدرة على توزيع المخاطر باعتبار أن أسواق الأوراق الخليجية غير مرتبطة بقوة مع الأسواق العالمية، وتبقي بعيدة نسبيا عن الهزات المالية العالمية أو ما يعرف بـ "أثر العدوى". إضافة إلى أن الاستثمار في الأسواق الناشئة ومنها الخليجية يوفر عائدا أعلى مقارنة بالعوائد المحققة قي بقية الأسواق. من جهة أخرى، قد تستفيد أسواق الأوراق المالية الخليجية من الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، خاصة الاستثمارات المؤسسية، باعتبارها استثمارات طويلة الأجل قائمة على أسس علمية رشيدة لا على أساس المضاربة، كما قد تشكل حافزا نفسيا مهما للمستثمرين المحليين المترددين في دخول هذه الأسواق الأمر الذي يساعد على استقرار الأسواق الخليجية وزيادة سيولتها وعمقها وتحفيز الطلب على الأوراق المالية المدرجة في هذه الأسواق.

في مقابل هذه المزايا، فان الاستثمار المحفظي تمتزج معه مجموعة من المخاطر والمشاكل التي تهدد استقرار السوق، منها: الخروج الفجائي للتدفقات المالية الأجنبية في شكل موجات مضاربة، وهي ما يطلق عليها بالأموال الساخنة، ما يترك آثارا سلبية على نشاط أسواق الأوراق المالية. ولعل أفضل مثال على ذلك هو ما حصل لسوق دبي المالي التي شهدت انسحابا قويا للاستثمارات الأجنبية مما أدى إلى انخفاض حاد في نشاط هذه السوق سنة 2006. إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار قد يشكل ضغوطا على الشركات التي يساهم فيها من خلال إجبارها على توزيع الأرباح ما يحد من القدرات التوسعية لهذه الشركات، والتدخل في صياغة برامج الشركات وإستراتيجيتها على المدى البعيد بما يتوافق مع أهدافه.

وعلى اثر ذلك، ترسخت لدى هيئات أسواق المال الخليجية فكرة وضع قيود قد تكون مشددة في بعض الأسواق، خاصة منها السعودية، على استثمارات الأجانب في هذه الأسواق بغية إحكام أنظمة الرقابة وتجنيب السوق من أي هزات محتملة. إلا أن هذه الإجراءات قد تؤدي في النهاية إلى إضعاف الطلب على الأوراق المالية المدرجة خاصة إذا أدركنا أن الأسواق الخليجية قليلة السيولة والعمق، وأن المستثمرين الخليجيين تحكمهم عوامل نفسية أكثر منها عوامل موضوعية.

[1] - Claude Demma, les neveux acteurs, alternative économiques, n 87, (Paris : AUD Press, 2011),20.

الجدول رقم 32: درجة انفتاح أسواق الأوراق الخليجية على الاستثمارات الأجنبية

	مواطنو دول مجلس التعاون	الأجانب
السعودية	25% ماعدا البنوك والتأمين	لا تسمح بالتملك المباشر إلا عن وسيط سعودي
الكويت	100%	100%
الإمارات	يعتمد على نظام الشركة الأساسي للحد أقصى 100%	يعتمد على نظام الشركة الأساسي للحد أقصى 49%
قطر	25%	25%
سلطنة عمان	100%	100%
البحرين	100%	49%

المصدر: محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية، مؤتمر سوق الأوراق المالية السعودية: الواقع والمأمول، (الرياض: جمعية الاقتصاد السعودية، نوفمبر 2005).

المطلب الثالث: المعوقات المرتبطة بالمناخ الاستثماري والية عمل الأسواق الخليجية

تعتبر أسواق الأوراق المالية حلقة من الحلقات الداعمة للنشاط الاقتصادي، وهي كجهاز مالي تؤثر وتتأثر بواقع السياسات الاقتصادية والأحداث الاقتصادية الحاصلة سواء على الساحة المحلية أو الساحة العالمية. ويمكن تلخيص أهم المعوقات المتعلقة بأوضاع المنطقة وأسواقها في النقاط التالية.

الفرع الأول: معوقات مرتبطة بأوضاع دول الخليج

تمر منطقة الخليج بمجموعة من التحديات ذات تأثير جلي على أسواق أوراقها المالية، من أبرزها[1]:

- استمرار وجود الاختلالات الهيكلية الاقتصادية والاجتماعية في دول الخليج، فمازالت الاقتصاديات الخليجية ابعد من وصفها اقتصاديات حرة لسيطرة القطاع الحكومي على النشاطات الهامة خاصة منها القطاع النفطي.
- اعتماد الدول الخليجية على النفط لدفع الحركة الاقتصادية ما قد يحدث في كثير من الأحيان آثارا سلبية على نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال تدفق سيولة كبيرة إلى هذه الأسواق ما يزيد من لهيبها ويرفع

[1]- على زميع، أسواق الأوراق المالية:التحديات والمخاطر، مجلة سوق المال، العدد 31، (سلطنة عمان: الهيئة العامة لسوق المال، أكتوبر 2005)، 53-54.

مؤشراتها لا يتناسب مع واقع ونشاط الشركات المدرجة، وهذا ما يبعث على القلق والخوف من حصول حركات تصحيحية كبرى على غرار ما حصل سنة 2006.

- التوترات السياسية والأمنية القائمة في دول الخليج سواء التي تفرضها إيران، أو التي تفرضها التشنجات الداخلية كما هو حاصل في الكويت والبحرين. وهذا ما أدى بالحكومات الخليجية إلى الانشغال بالقضايا السياسية والأمنية دون ايلاء أهمية كبيرة لمسألة إستراتيجية التنمية.
- غياب سيادة القانون على أرض الواقع، فلا زالت المجتمعات الخليجية تعرف تأثيرا قويا للمصالح الفئوية والطائفية والقبلية على تحركات بعض الأجهزة الرسمية وقراراتها. وفي مثل هذه الظروف يحرص المضاربون على التحركات والتحالفات في دوائر السلطة وجماعات الضغط المختلفة أو مع كبار ممثلي المصالح الاقتصادية بشكل يسمح باستنباط أسعار الأسهم بعيدا عن دراسة تحركات الاقتصاد وفق قواعد وقوانين الأسواق الحرة.

الفرع الثاني: معوقات تتعلق بآلية عمل أسواق الأوراق المالية ذاتها

يمكن القول أن قيام أسواق منظمة لتداول الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي استدعتها الحاجة الاقتصادية، حيث سبقت قيام هذه الأسواق وجود أسواق موازية كان يتم فيها تداول الأوراق المالية. إلا أن تجربة إنشاء أسواق منظمة في هذه الدول لم تراعي إلى حد ما خصوصية الأوضاع في دول الخليج، وخاصة منها حداثة هذه الأسواق ما جعل أدائها ونشاطها غير معبر عن النشاط الاقتصادي القائم، بل أدى هذا إلى تعميق تبعية الأسواق الخليجية للأسواق المالية الدولية، وذلك للأسباب التالية[1]:

- فقدان الثقة في أسواق الأوراق المالية الخليجية وفي قدرتها على إدارة الأموال الكبيرة المتأتية من عوائد النفط، والنظر إلى الأسواق المالية الغربية كنموذج يحتذي به.

الاعتقاد أن حسن تدبير العوائد النفطية واستثمارها ليس له مدخل سوى المؤسسات الغربية العملاقة، مع تنامي الإيمان أن الفوائض المالية أصبحت مشكلة دولية تهدد الاستقرار النقدي العالمي وذلك بغية وضع هذه الفوائض في خزائن الدول المتقدمة ذات الخبرة المالية والفنية.

- وجود قصور في المقومات الأساسية لأسواق الأوراق المالية الخليجية سواء منها التشريعية خصوصا فيما يتعلق بالحماية المستثمرين واليات فض النزاع بين المستثمرين الكبار في الشركة الواحدة وحماية السوق ذاتها من مخاطر مضاربات رؤوس الأموال الأجنبية، أو الفنية أو التنظيمية. وانعكس ذلك على جمود ابتكارات أساليب وأدوات مالية تستقطب الادخارات المالية المتاحة.

[1]- محمد صالح الحمايدي، التأثير المتبادل بين الخوصصة والبورصات العربية، ندوة حول استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 1994)، 54-55.

ومن أهم عقبات تطوير الأسواق الأوراق المالية هو تداخل صلاحيات الجهات المنظمة لأسواق الأوراق المالية الخليجية، ففي حين قامت كل من المملكة السعودية والإمارات وسلطنة عمان بفصل الوظيفة التنفيذية عن الوظيفة التشريعية في جهتين مختلفتين حيث توكل المهام التشريعية لهيئات سوق المال وتعهد المهام التنفيذية إلى مجلس إدارة مكون من الوسطاء والمتعاملين في السوق لإدارة البورصة باعتبارها شخصية اعتبارية تتمتع بالاستقلال المالي والإداري. بينما لا تزال كل من قطر والبحرين تجمع الوظيفتين في إدارة واحدة مع وجود مكثف للحكومة في الإدارة، ففي البحرين مثلا يقوم بنك البحرين المركزي بالدور الإشرافي والتشريعي على سوق المال البحريني، وتقوم إدارة السوق بالأعباء الإدارية التنفيذية وهذا ما يجعل السوق غير قادرة على الاستجابة لمتطلبات المتعاملين المتغيرة بصورة سريعة، ولا يساعد على خلق وابتكار أدوات وأساليب تطويرها نحو الأفضل. أما في الكويت فليس هناك فصل بين المهام التشريعية والمهام التنفيذية غير أن تدخل الحكومة يقل في إدارة السوق حيث يتم فسح المجال أمام الخبراء والمتخصصين من القطاع الخاص والمتعاملين في السوق للعب دور أكبر في إدارة السوق[1].

إضافة إلى ما سبق، تعاني أسواق الأوراق المالية الخليجية من افتقار الشركات المختصة في صناعة السوق باعتبارها من أهم دعائم نجاح سوق للأوراق المالية. إذ تقع على عاتق هذه الشركات حماية السوق من التقلبات الحادة في أسعار الأسهم صعودا ونزولا من خلال تكوين مخزون للأوراق المالية التي تتعامل فيها، وتوفير السيولة اللازمة للسوق من خلال الاستعداد التام لشراء الأوراق المالية التي تتعامل فيها في أي وقت، ومساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بناءا على أسس سليمة نظرا للمعلومات التي توفرها هذه الشركات عن أسعار الأسهم واتجاهات الأسواق. ولأهمية صناع السوق في تنشيط أسواق المال نجد، مثلا، أن عددهم في سوق نازداك للأوراق المالية والتي تضم 5000 شركة تابعة لقطاع التكنولوجيا يقارب 500 شركة. وتكمن أهمية وجود صناع السوق في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي إلى الهزات المتواترة التي تصيبها ومن ثم العمل على توازن عرض الأوراق المالية والطلب عليها وتحريك عجلة التداول وبث الثقة في نفوس الكثير من المتعاملين، خاصة إذا علمنا أن هذا المجال قد يوفر مجالا مربحا وقناة استثمارية بديلة للمؤسسات المالية بدلا من التمادي في منح الائتمان.

1- عبد القادر غالب، المتطلبات التشريعية لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة بدول الخليج، http://www.sudanlaws.net، تاريخ الإطلاع: 2011/12/04.

خلاصة الفصل الثالث

لا ينكر احد من المتتبعين والخبراء في مجال الأسواق المالية التطور المعتبر الحاصل في الأسواق الخليجية نتيجة العناية التي أولتها السلطات المالية لتطوير أسواق أوراقها المحلية، بدليل أنه ما من سنة تمر إلا ويعقد فيها مؤتمر لبحث تقييم أداء هذه الأسواق وسبل تطويرها سواء بصفة انفرادية أو بصفة جماعية، ناهيك عن التطور الحاصل في القيم السوقية وأحجام التداول وعدد الصفقات المبرمة في هذه الأسواق. إضافة إلى استفادة هذه الأسواق من التطور الحاصل في الرقمنة حيث سارعت الهيئات المشرفة على هذه الأسواق بالتعاقد مع الشركات العالمية لإدراج التداول الالكتروني في آلية عمل هذه الأسواق ما اكسبها السرعة في تنفيذ العمليات ومعالجة الأوامر وإضفاء الشفافية في إتمام الصفقات. لكن ما يهم فوق هذا كله هو ماذا أضافت أسواق الأوراق المالية لدعم النمو والتنمية في اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي؟

إن دول مجلس التعاون الخليجي لفي حاجة اليوم إلى مشاريع اقتصادية تخفف من حدة تبعيتها للعالم الخارجي في توفير السلع والخدمات لمواطنيها، في تصدير سلعا وخدمات إلى العالم الخارجي، في كسب دخولا إضافية تؤمن التذبذبات الحاصلة في المداخيل النفطية، في توظيف عدد من مواطنيها وإدراجهم في سوق العمل بدل من الاعتماد على العمالة الوافدة. وكما هو معلوم فان أسواق الأوراق المالية تقوم بجلب المدخرات سواء العاطلة منها أو الموظفة في قنوات غير منتجة وإحالتها إلى الوحدات الإنتاجية ذات الأثر الايجابي على الاقتصاد والمجتمع، إلا أن إنشاء أسواقا للأوراق المالية تحتاج إلى إستراتيجية متكاملة الجوانب حتى تتمكن من تفعيل دورها في دعم النمو الاقتصادي. هذه الإستراتيجية هي شبه غائبة في أسواق الأوراق المالية الخليجية حسب ما تم التوصل إليه في تحليل أداء هذه الاقتصاديات، فالعبرة ليست بالقيمة السوقية وأحجام التداول، وان كانت ذات دلالة، وإنما العبرة بما تضيفه هذه المؤشرات للسوق الأولية والدافع التي تولده لدى الشركات للتمول عندها. وان كان ضعف أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية في تعزيز النمو يرجع إلى ثلاث عوامل أساسية والمتمثلة في: التركيز الكبير على تطوير السوق الثانوية وإهمال تطوير السوق الأولية. ضعف جاذبية السوق الأولية، وضعف الإعلام التوعية الاستثمارية.

إن دول مجلس التعاون الخليجي، في ظل انفتاح أسواق أوراقها المالية على العالم الخارجي وانضمام أغلبها إلى المنظمة العالمية للتجارة، تنتظرها مجموعة من التحديات قد تحدث أضرارا بها إن لم تتفاعل معها بالحذر المطلوب والتي من أبرزها انتقال عدوى الأزمات المالية إلى أسواقها المالية. وقد عرف الاقتصاد العالمي أزمة مالية طاحنة سنة 2008 انطلقت شرارتها من أقوى الاقتصاديات العالمية أداءا ورقابة، لتتحمل أعباءها وأوزارها بقية الدول. سنحاول في الفصل التالي إبراز حجم الأزمة المالية العالمية ومسبباتها وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية الخليجية واقتصادياتها.

ŭʎlƩJl ǨdžȀJl

lHuơlǿǫʅơp العالمǿة المالǿة ةمƩȁl

المالǿة ăl3pȁl ălǸ5ǫ Ǻǫǖ

الǫǿʅǿة

قال عنها حاكم المصرف المركزي النيوزيلندي "ألان بولارد": " العالم يشهد عملية تدمير للثروة هي الكبرى في التاريخ، في ظل الانكماش الاقتصادي. إن حجم الأموال التي فقدت في أسواق المال العالمية بلغت 30 ألف مليار دولار أمريكي وهي كافية للقضاء على الفقر في الدول النامية في العالم بغضون عشرة أعوام ". وقال عنها الرئيس الأسبق لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي "ألان جريسبان": "الأزمة المالية الحالية هي الأسوأ منذ قرن من الزمان وهي تستعيد مشهد الكساد الكبير في القرن السائد". ويضيف "روان وليامز" :" كان كارل ماركس محقا في توصيفه للرأسمالية ". هذه بعض المقولات لكبار المسؤولين الذين وقفوا مذعورين أمام "تسونامي المالي" الذي هز عرش الرأسمالية وأعاد إلى أذهان الناس الصورة المقيتة التي خلفتها أزمة الكساد العظيم سنة 1929. إن الأزمة المالية التي انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008، إلا أن خيوطها كانت تنسج من أمد بعيد. بدأت بأزمة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل إلى أزمة مالية لتتطور إلى أزمة حقيقية طالت اقتصاديات جميع الدول، ولو بدرجات متفاوتة، المتقدمة منها والنامية.

إن الأزمة المالية الراهنة تتميز عن الأزمات السابقة من حيث شدتها وتعقيداتها وتداعياتها المتعددة، نتائجها الفورية كانت معبرة عن الفوضى التي سادت وتسود النظام المالي العالمي حيث احترام حرية اليد الخفية شيئا مقدسا والتدخل لوقف إبداعات القطاع الخاص جريمة منكرة. لقد تعالت الصيحات من هنا وهناك، ضحايا كثر ونتائج تتطاير في كل آن عبر الصحف والمجلات: الحكومة اليابانية تعلن أن خسائر مؤسساتها المالية تضاعفت إلى 5.6 مليار دولار في الأشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2007، ثلث مدخرات الشعب الأمريكي والبالغة 4 تريليون دولار تآكلت في سوق الأسهم، فقدان 159 ألف أمريكي لوظائفهم خلال في شهر سبتمبر 2008، انتعاش سوق الأطباء النفسيين وارتفاع حالات الاكتئاب بـ 30% وغيرها من الأخبار المهولة التي تضع النظام الرأسمالي على المحك وأمام مفترق الطرق. لكن الغريب في الأمر لا أحد تكلم عن المستفيدين من هذه الأزمة، حيث القاعدة في أسواق الأوراق المالية تقول: ما من خاسر إلا ويقابله رابح من الضفة الأخرى.

واقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي لم تسلم من شرور هذه الأزمة ولم تكن بمعزل عنها، بل نالت حصتها منها بقدر ارتباطها بالاقتصاد الأمريكي. فتهاوت مؤشرات البورصات الخليجية وفقدت في أسبوع واحد 155 مليار دولار وانخفض سعر النفط الذي يعد شريان الحياة لهذه الدول نتيجة دخول الاقتصاد العالمي في حالة ركود. سنحاول في هذا الفصل البحث في الأزمة المالية الراهنة: مفهومها ومسبباتها وحيثياتها، وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، ومن ثم البحث في الخيارات المطروحة أمام هذه الدول لمحاولة التخفيف من آثار الأزمات مستقبلا على اقتصادياتها ومجتمعاتها.

المبحث الأول: في الأزمة المالية الراهنة ومسبباتها

عرف الاقتصاد، شأنه شأن العديد من النشاطات الإنسانية، مجموعة من المشاكل والمصاعب ارتقت إلى ما يسمى بالأزمة. ومن ثم أصبحت الأزمة جانبا من جوانبه، بل أصبحت بمثابة دورة الحياة المحددة له حيث يقول "Lester Thurow" في كتابه "مستقبل الرأسمالية الذي ظهر سنة 1996: "إن مسألة وقوع الأزمات المالية أمر لا مفر منه كما هو الحال فيما يخص الزلازل في مدينة سان فرانسيسكو، يمكن أن تقع غدا أو بعد مائة عام. الأمر المؤكد هو أنها ستقع"[1]. غير أن هذا الاقتصادي أغفل شيئا هاما وهو أن الأزمة ليست ظاهرة طبيعية كما يعتقد عن الزلزال، إنما تعكس إلى حد كبير الزلل الأخلاقي الذي يتسبب فيه سلوك بني البشر.

المطلب الأول: تطور الأزمات المالية

استحوذت الأزمة على غالبية أحاديث الناس في الآونة الأخيرة من دون احتواء المعنى الدقيق لهذه الكلمة نظرا لارتباطها بكذا من كلمات تشترك معها في جزء من المعنى. فالمقصود بالأزمة المالية؟

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

استخدمت كلمة "الأزمة" عند العرب القدامى دلالة على الشدة والضيق والسنة والقحط والمجاعة لارتباط حياة العرب آنذاك ارتباطا وثيقا بالزراعة. وقد جاء في لسان العرب أن الأزمة هي السنة المجدبة. وأزم عليه العام والدهر يأزم أزما وأزوما: اشتد قحطه، وقيل: اشتد وقل خيره[2]. وكان العديد من المفكرين يتحاشون استخدام كلمة "الأزمة" في كتاباتهم ومؤلفاتهم لشدة وقعها على النفوس ونفورها منها، فالعلامة المقريزي تفادى استخدامها في كتابه الذي سماه " إغاثة الأمة في كشف الغمة " فاستخدم الغمة بدلا من الأزمة. وكتب العلامة الشوكاني رسالة بعنوان "الدواء العاجل في دفع العدو الصائل" يتحدث فيها عن ضيق المعاش وتعطل كثير من أسباب الرزق وعقر المكاسب[3].

ونجد في كتابات فقهاء علم اللغات أن أصل كلمة "أزمة" يعود إلى الحقبة اليونانية مشتقة من الكلمة "krisis" التي منها أتت كلمة "crise" الفرنسية. وقد ظهرت كلمة "krisis" اليونانية بداية في الاصطلاح التشريعي بمعنى "لحظة الحكم" أو "اللحظة الحاسمة "، ومنها عرفت أغلب القواميس الغربية الأزمة على أنها زمن حاسم وعظيم. وحسب قاموس "روبير التاريخي" فان كلمة "الأزمة" ظهرت في الأدبيات الفرنسية في القرن الرابع عشر بداية في الكتابات الطبية، على غرار الطبيب الفرنسي"Bernard Gordon" صاحب

---

[1]- أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار أم أزمة نظام، حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحربي وعبيد الله محمد حمزة عبد الغني، (جدة: مركز النشر العلمي بجامعة الملك بن عبد العزيز، 2009)، 06.

[2]- جمال الدين محمد ابن منظور، مرجع سبق ذكره،16-17.

[3]- عبد الرزاق سعيد بلعباس، الأزمة المالية العالمية : أسباب وحلول من منظور إسلامي، (جدة: مركز النشر العلمي،2009)،03.

كتاب " ممارسات" الذي طبع سنة 1495حيث عرف الأزمة أنها مرحلة خطيرة لمرض معين[1]. ثم انتقل استخدام لفظ "الأزمة" إلى مجالات أخري منها الأخلاق والسياسة والاجتماع وعلم النفس وغيرها من العلوم.

ولا يخرج المعنى الاصطلاحي للأزمة عن مفهومها اللغوي، وان كان من الصعب وضع تعريف جامع لها نتيجة تداخل معناها مع كثير من المصطلحات الأخرى كالكارثة والمشكلة والقضية والصراع والصدمة*.

فتعرف على أنها " مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها. ويلازم هذه المرحلة تطور سريع في الأحداث ما ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى اتخاذ إجراءات سريعة للحيلولة دون هلاكها"[2]. كما يمكن تعريف الأزمة الاقتصادية أنها " ذلك الانقطاع الذي يقع في مسار النمو الاقتصادي، أو انخفاض في الإنتاج، أو تلك المرحلة التي يكون فيها النمو الفعلي أدنى من النمو الاحتمالي"[3]. وتشكل الأزمة الاقتصادية حلقة من حلقات الدورة الاقتصادية (مرحلة الانتعاش، مرحلة الرواج، مرحلة الركود أو الأزمة، ومرحلة الكساد)، حيث تعقب مباشرة مرحلة الرواج أو مرحلة التوسع الاقتصادي ليدخل النشاط الاقتصادي في حالة تباطؤ وكساد تتميز عادة بانخفاض حاد للإنتاج ولمعدل النمو وارتفاع في معدل البطالة.

إن المتمعن في تعاريف الأزمة يجد أنها تتضمن ثلاثة عناصر أساسية، وهي: عنصر المفاجأة؛ حيث تعتبر المفاجأة احد أهم سمات الأزمة، فالأزمات غالبا ما تنشأ فجأة بدون مقدمات، وأحيانا تكون هناك مؤشرات تدل على قرب وقوع الأزمة، وأحيانا أخرى تكون هناك أزمات قائمة لكنها لا تؤثر بشكل مباشر على النظام وإنما تحتاجة إلى مؤثر كي تحررها، وهذا ما يسمى بالأزمات الكامنة. عنصر السرعة؛ حيث لا تعد تترك الأزمات المعاصرة وقتا كافيا لاتخاذ القرارات وترتيب الأوضاع سيما في ظل الاتصال الرقمي الحاصل، ولا تعد صناعة المعلومات تستوثق من مصادر البيانات والأخبار بل أصبحت الريادة لمن يقدم المعلومات الأسرع. ومن ثم يمكن لحياة المؤسسة أو النظام أن تنتهي في ثواني معدودات من خلال الإشاعات التي يتم إطلاقها أو الأخبار المضللة التي يمكن نشرها. عنصر التهديد؛ حيث تحمل الأزمة في ثناياها تديدا واضحا إما لكل مكونات النظام، أو لإحدى مكوناته. وفي كلتا الحالتين يزداد التهديد والخطر ما لا يصاحب بالتدابير المواتية وفي الوقت المناسب.

---

[1]- المرجع السابق، 06.

* لمعرفة الفروق الموجودة بين مصطلح الأزمة والمصطلحات الأخرى ذات العلاقة، أنظر: عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، مرجع سبق ذكره، 27-31.

[2]- ماهر مصطفى محمود، دور الآليات الرأسمالية في الأزمة المالية العالمية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2009)، 21.

[3]- أرنولد دانييل، تحليل الأزمات الاقتصادية، ترجمة: عبد الأمير شمس الدين، (بيروت: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1992)، 12.

والأزمة المالية كشكل من أشكال الأزمات الاقتصادية تعرف على أنها التدهور الحاد والانخفاض المفاجئ في أسعار الأصول المالية ما يفضي إلى فشل النظام المالي عن ضبط والتحكم في المتغيرات المالية والنقدية، والتي سرعان ما يؤدي تفاقمها إلى إلحاق أضرار كبيرة بالاقتصاد الحقيقي من خلال شح السيولة وتضييق الائتمان ومن ثم التأثير سلبا على مستويات الاستثمار والنشاط الاقتصادي. والاقتصاد الذي يشهد أزمات مالية تجده يعاني من مجموعة من المظاهر، من أهمها[1]:

- الاقتصاد الذي تفقد فيه الأصول المالية قيمتها السوقية ما يلحق خسائر فادحة بالمستثمرين.
- الاقتصاد الذي يعاني من اختلال في العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.
- الاقتصاد الذي تنهار فيه المؤسسات المالية نتيجة انخفاض قيمة موجوداتها وبالتالي تفقد قدرتها على مواجهة الالتزامات المترتبة عليها.
- الاقتصاد الذي يتقلص فيه انسياب التمويل حيث تضيق مجاري تدفقات الأموال، ويصبح الحصول على التمويل أكثر كلفة وأكثر تشددا في الحصول على الضمانات ما يؤدي إلى إيقاف عجلة الإنتاج الأمر الذي يؤدي إلى تسريح العمال وارتفاع معدلات البطالة.

الفرع الثاني: الأزمات المالية في الاقتصاد المعاصر

إن الحديث عن الأزمة المالية العالمية التي عرفها العالم سنة 2008 يقودنا للحديث عن الأزمات المالية العديدة والمتكررة التي شهدها الاقتصاد العالمي في السنوات القليلة الماضية، وبدت هذه الأزمات مؤثرة في الأسواق العالمية أمام تعاظم ظاهرة العولمة المالية حيث لم يعد بالإمكان فصل التداعيات المالية في أي دولة عن النظام العالمي، أو فصل ظاهرة العولمة عن الأزمات المالية.

عرف العالم أولى الأزمات في هولندا سنة 1637 فيما يعرف بأزمة زهور التوليب "Tulipomania"، بسبب موجات مضاربة عاتية على هذه المادة للكم ندرتها وحداثة اكتشافها، إلا أنها ظلت محصورة في نطاق جغرافي ضيق*. تلتها أزمة 1719 التي عرفت بفقاعة الميسيسيبي، وتعتبر حسب المؤرخين أول أزمة في سوق الأسهم والتي أسفرت عن حدوث ذعر مالي في بورصة فرنسا**. وتوالت الأزمات بعد ذلك، كأزمة 1819-

---

[1]- صابر محمد حسن، الأزمة المالية العالمية وأثرها على السودان، (السودان: بنك السودان المركزي،2010)،08.

* حتى سنة 1634 كان أسواق أزهار التوليب مستقرة. ومع بداية سنة 1935 حصلت مجموعة من التغيرات حولت أسواق التوليب من أسواق حقيقية مادية نفتح لبضعة اشهر إلى أسواق مالية تفتح على مدار السنة أين يتم تبادل "Billet a effet" وهو ما يعرف اليوم بالخيار. من ابرز هذه التغيرات: ظهور فئة التجار الذين يتوسطون بين المزارعين والمشترين. وظهور ما يسمى بالسوق الآجل حيث يتم إبرام الصفقة بين المزارعين والتجار في موسم زرع أزهار التوليب بسعر محدد سلفا إلى أن يتم تنفيذ الصفقة في وقت الحصاد. ثم يقوم التجار بعدها ببيع Billet a effet للزبائن في السوق الثانوي. وهذا ما دفع بحمى المضاربة إلى الصعود حيث انتقل سعر وحدة زهرة التوليب من 5200 قيلدر (Guilders) سنة 1636 إلى 10000 قيلدر في جانفي سنة 1637 وهو ما يعادل 102000 يورو اليوم.

** ترجع فصول هذه الأزمة عندما عهدت السلطات الفرنسية سنة 1717 إلى الاقتصادي الاسكتلندي "John Law" إدارة شركة الميسيسيبي التي تعنى بإدارة العلاقات التجارية بين فرنسا ومستعمرتها "لويزيانا" وبين كندا. وبعدها تعرضت أسهم شركة الميسيسيبي إلى موجة من المضاربات، خاصة بعد اندماجها مع البنك العام الفرنسي، حيث ارتفع سعر السهم إلى أكثر من 10000 ليفر.لمزيد من التفصيل، أنظر:
Christian Chavagneux, une brève histoire des crise financières,(Paris : La Découverte,2011),31-58.

1824 وهي أول أزمة مالية ضخمة تعصف بالولايات المتحدة الأمريكية حين نتج عنها انهيار المصارف وارتفاع معدل البطالة وكساد كبير في القطاع الزراعي والصناعي. وأزمة الكساد الطويل التي دامت قرابة 23 سنة خلال الفترة 1873- 1896 انهارت خلالها بورصة فيينا وأدت إلى كساد أصاب الاقتصاد العالمي برمته. وأزمة 1907- 1908 حيث أدى فقدان مؤسسة "نيكير بوكير" لنسبة كبيرة من ودائعها في أكتوبر من سنة 1907 إلى نشر أجواء الذعر والخوف في السوق المالي الأمريكي وحدوث انكماش اقتصادي.

وتعد أزمة الكساد الكبير*** التي اندلعت سنة 1929 من اخطر الأزمات بكل المقاييس، وغيرت ملامح المالية الدولية وأطاحت بالنظريات الاقتصادية الكلاسيكية التي كانت سائدة آنذاك، إذ انهارت كل البورصات العالمية، وأفلست المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية وأعقبها انكماش اقتصادي رهيب حيث انخفض حجم الإنتاج القومي في الدول الصناعية ما بين 45 إلى 60%، وحدوث بطالة على نطاق واسع قدرت بـ 100 مليون عاطل عن العمل، إضافة إلى انهيار النظام النقدي الدولي[1].

والسؤال الذي نطرحه في هذا المقام هو: ألم تتعلم الدول من الأزمات الاقتصادية التي تعرضت لها؟ أم أن هذه الأزمات بعواقبها درجت في مدارج النسيان؟ أم أن هذا الكم من الأزمات لم يكن كافيا لاستخلاص العبر؟ أم أن الأمر يتعلق بطبيعة النظام الاقتصادي الذي لا يعيش إلا على الأزمات ومن ثم وجب التفكير في إعادة صياغة هذا النظام؟ نطرح هذه التساؤلات لأنه بداية من القرن الثامن عشر إلى يومنا هذا لم يعرف النظام المالي العالمي فترة استقرار عدا تلك الفترة الممتدة من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى فترة السبعينات من القرن الماضي. وشهد الاقتصاد الرأسمالي منذ سبعينيات القرن الماضي العديد من الأزمات المتلاحقة والتي يمكن تقسيمها إلى فترتين أساسيتين، الفترة الأولى تمتد من 1980 إلى 1989 وهي ذات الفترة التي شهدت تبني الليبرالية الجديدة من بعض الدول المتقدمة لمواجهة الاقتصاد الاشتراكي. والفترة الثانية تمتد من 1990 إلى 2007 وهي الفترة التي شهدت سيادة الليبرالية الجديدة على السوق.

*** ساد تفاؤل كبير قبيل الأزمة بمستقبل الاقتصاد الأمريكي حيث ازدهرت صناعة التكنولوجيا وانتشرت صناعة السيارات والتلفون والراديو ما أدى إلى انتعاش بورصة نيويورك حيث تضاعف مؤشر الداوجونز 6 مرات بداية من أوت 1921. وشهدت بعدها أسهم الشركات موجات مضاربة كبيرة أدت إلى إصابة الجهاز المصرفي بالشلل من خلال إفلاس أكثر من 9000 بنك في عقد الثلاثينات. لمزيد من التفصيل حول أزمة 1929، انظر: Pierre-Cyrille Hautcoeur, la crise de 1929, (Paris : la découverte,2009),37-53.

[1]- رمزي زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، سلسلة عالم المعرفة، رقم 226، (الكويت: المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، 1998)، 29.

أولا- أزمات الفترة 1970- 1989

أزمة سوق المناخ سنة 1982

تعد أزمة سوق المناخ التي وقعت بدولة الكويت سنة 1982 من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية. وتعود جذور هذه الأزمة إلى حرب سنة 1973 بين العرب وإسرائيل حين قررت الدول النفطية بقيادة الملك فيصل- رحمه الله- بقطع إمدادات النفط على الدول المساندة للعدوان الإسرائيلي ما نجم عنه ارتفاع أسعار النفط، وانعكس ذلك إيجابا على ميزانيات دول الخليج التي شهدت نموا غير مسبوق والتي من بينها دولة الكويت ذات الكثافة السكانية الضعيفة. نتيجة لذلك تراكمت الثروات لدى الأفراد وشقت طريقها إلى المضاربة في سوق الأسهم ما نتج عنه تعرض سوق الأوراق المالية الكويتية إلى هزات سنة 1976 و1977، واضطرت الحكومة بعدها للتدخل بعمليات شراء الأسهم لإنقاذ السوق من الانهيار وأوقفت تأسيس شركات المساهمة للحد من عمليات المضاربة على الأسهم. هذا التصرف من قبل الحكومة ولد حافزا قويا للمضاربة لدى المستثمرين في سوق الأسهم من جهتين: أولا، تولد قناعة لدى المستثمرين أن الحكومة سوف تتدخل باستخدام المال العام لإنقاذ الجميع في حال انهيار السوق ما يعني انخفاض درجة المخاطرة في المضاربة بالأسهم. ثانيا، ندرة أو قلة الأدوات الاستثمارية نتيجة توقيف تأسيس شركات المساهمة ما يعني تكثيف الضغط على الأدوات المالية الموجودة بالسوق. هذه الوضعية أدت بالمستثمرين، أو ما أطلق عليهم بفرسان المناخ، إلى ابتداع طرق جديدة لتوفير الأوراق المالية في السوق منها: إنشاء شركات مساهمة بدول الخليج المجاورة برؤوس أموال كويتية ثم جلب أسهمها للتداول عليها بالداخل، وإنشاء شركات مقفلة وتداول أسهمها في السوق. وقد أدت هذه الإجراءات إلى توفير أدوات مالية مناسبة للمضاربة عليها بغض النظر عن مدى قانونية عمليات التداول[1]، فاستدعى الأمر من الوسطاء إيجاد سوقا موازية للسوق الرسمية لتداول هذه الأسهم في مبنى يدعى سوق المناخ الذي كان أصلا سوق لتبادل العقارات ليتحول بعدها إلى مكاتب تداول أسهم الشركات الخليجية والشركات المقفلة في فوضى عارمة تحت تغاضي أعين الحكومة كون أن هذه السوق تبعد عمليات المضاربة عن السوق الرسمية.

وبدأت تظهر بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق الموازي (كانت تتعامل هذه السوق مع أسهم 54 شركة معظمها شركات وهمية) إلى التعامل الآجل من خلال استخدام الشيكات الآجلة لتسديد قيمة الأسهم التي يتم شراؤها والتي لم تكن تتطلب إثباتا من محرر الشيك أنه يملك رصيدا كافيا في البنك يكفي لسداد قيمة الشيك، لكن الاعتقاد الذي كان سائدا أنه مع حلول موعد سداد الشيك تكون أسعار الأسهم قد ارتفعت عدة مرات وهو ما يمكن المضارب من بيعها نقدا أو بشيكات أخرى قابلة للخصم في البنوك

[1]- عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، 347.

التجارية أو خارجها للحصول على قيمتها، وهذا ما يعني أن نظام السوق كان يعتمد على عنصر واحد ألا وهو الثقة. وقد جلب هذا النوع من التمويل أعدادا كبيرة من المضاربين الطامعين في الربح السريع ما أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم إلى مستويات قياسية من دون وجود مبررات اقتصادية تستند إليها عمليات الشراء والتي زاد لهيبها بالتسهيلات الائتمانية المقدمة من طرف البنوك التجارية كتقديم القروض بضمانات شخصية أو بضمان الشيكات الآجلة وأحيانا بدون ضمانات، وقبول خصم الشيكات لشراء الأسهم. ففي سنة 1981 ارتفعت أسعار الأسهم بـ 63%، وارتفعت القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الكويتية من خمسة مليارات إلى 100 مليار دولار في غضون عدة اشهر من سنة 1982 وهو ما جعل من السوق الكويتية ثالث أكبر سوق في العالم من حيث القيمة السوقية أو من حيث عدد الأسهم المتداولة[1].

وبتاريخ أوت 1982 انكشفت عورة السوق وتبين أن محررو الشيكات غير قادرين على مقابلة التزاماتهم بخصوص العقود الآجلة المبرمة فانهارت السوق بشكل دراماتيكي حيث تراجعت أسعار الأسهم الكويتية بين 20 إلى 40% وتهاوت أسعار الأسهم الخليجية بـ 80%، وأوشكت كثير من المصارف التجارية على طرق باب الإفلاس، وتحول مئات المضاربين من مليونيرات إلى مفلسين بانفجار فقاعة الورق. وفي النهاية تحملت الحكومة أوزار المضاربين والبنوك بإنشاء صندوق لضمان حقوق الدائنين برأس مال قدره 500 مليون دينار كويتي تم من خلاله تسوية 28 ألف شيك مؤجل لأكثر من ستة ألاف مضارب بقيمة 92 مليار دولار[2] وهو ما يزيد عن دخل الكويت من النفط ثلاثة مرات.

أزمة الاثنين الأسود سنة 1987

تعد أزمة الاثنين الأسود التي اندلعت بتاريخ 19 أكتوبر 1987 أكبر انهيار في التاريخ للبورصات العالمية في يوم واحد حيث مني المستثمرون في سوق نيويورك في ذلك اليوم بخسائر تفوق قيمتها 500 مليار دولار، ولم يأت شهر أكتوبر على نهايته حتى فقدت سوق هونغ كونغ 45,8% من قيمتها (تم إغلاق البورصة لمدة أسبوع)، وبورصة استراليا 41,8% من قيمتها، وبورصة اسبانيا 31% من قيمتها، وبورصة بريطانيا 26,4% من قيمتها، و بورصة نيويورك وكندا نحو 22,7% من قيمتها[3]. وبدأت شرارة الأزمة عندما قرر البنك المركزي الألماني رفع سعر الفائدة، ونشر بيانات عن العجز غير المتوقع الذي سجله الميزان التجاري الأمريكي ما ترك انطباعا عاما عن استحالة استمرار الاقتصاد الأمريكي على الوتيرة الذي كان عليها.

وتميزت أزمة 1987 بخصوصية هامة وهي أنها قامت على تقنية تأمين المحافظ المالية " Assurances de portefeuille"، والتي تقضي للحماية المحافظ المالية للمستثمرين من انهيار قيمتها ببيعها في حالة انخفاض أسعار

[1]- محمد عبد الوهاب الغزاوي وعبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية، (عمان: دار إثراء للنشر والتوزيع، 2010)،22.
[2]- الصفحة أعلاه.
[3]- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986- 1989، (الجزائر: دار الهدى للطباعة والنشر، 1990)، 87.

الأسهم[1]. وبما أن المحافظ المالية كانت تسير وفق نظام الكتروني، فان انخفاض أسعار الأسهم في منتصف شهر أكتوبر ولد تدفقا كبيرا من أوامر البيع وبدورها أدت إلى توليد أوامر أخرى من أوامر البيع ما أدت في النهاية إلى انخفاض شديد في أسعار الأسهم لم تشهده منذ أزمة الكساد الكبير. وتبعا لذلك هرعت السلطات النقدية الأمريكية، بقيادة "ألان جرينسبان" الذي انتخب على راس بنك الاحتياطي الأمريكي في أوت 1987، بضخ سيولة هائلة في السوق، وقامت البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا وفرنسا وبريطانيا بخفض معدلات الفائدة وتوفير السيولة اللازمة في السوق من أجل تدعيم البورصات،كما أقدمت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها من السوق. وكانت من أهم الدروس المستخلصة من هذه الأزمة اعتماد نظام القواطع "Coupe-circuits" لوقف التعاملات على الأسهم التي تشهد انخفاضات شديدة.

أزمة اليابان في سنوات الثمانينات

كان ينظر إلى اليابان في بداية سنوات الثمانينات أنها قوة اقتصادية هائلة من خلال انتهاجها سياسة نقدية متكيفة حيث كانت أكبر دولة دائنة في العالم، غير أن الوضعية الاقتصادية كانت تخفي عمليات مضاربية واسعة خاصة في مجال العقار ما جعل مؤشر نيكاي يرتفع خلال الفترة 1987- 1989 من 13000 نقطة إلى 39000 نقطة. وقبل عملية التحرر المالي التي باشرتها السلطات اليابانية نهاية الثمانينات من القرن الماضي، كان النظام الاقتصادي في اليابان قائم على التجمعات الاقتصادية ذات ارتباطات قوية فيما بينها، كانت تسمى هذه التجمعات "Keiretsu" وتضم العديد من الشركات من قطاعات مختلفة بما فيها البنوك التي كانت تمول مختلف الأنشطة الاقتصادية لهذه التجمعات وهذا ما جعل الاقتصاد الياباني بمنأى عن مخاطر أسواق الأوراق المالية.

ومع بداية التحرر المالي اتجهت البنوك نحو تمويل عمليات جديدة أكثر ربحية لكنها أكثر خطورة من دون تغيير أسلوب وسلوك عملها القائم على تقديم القروض دون دراسة جادة لتحليل المخاطر[2]، وهذا ما دفع هذه البنوك إلى التمادي في منح القروض خاصة في المجال العقاري لتوقع ارتفاع في أسعار العقارات وهذا ما أنعش سوق الأسهم اليابانية باعتبار أن غالبية الشركات المدرجة في بورصة طوكيو مرتبطة بقطاع العقارات سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. ومن شدة الهوس الذي بلغه القطاع العقاري في اليابان فان القيمة السوقية للأرض التي يقع عليها قصر الإمبراطور كانت أكبر من القيمة السوقية لكل الأراضي العقارية في ولاية كاليفورنيا بالولايات المتحدة الأمريكية، وهذا ما حدا بالكثير من المؤسسات المالية والمؤسسات الصناعية بالاستثمار في العقارات والأسهم لأن عائدها كان أكبر من عوائد صناعاتها مع العلم أن 80% من الأراضي

[1] - Olivier Lacoste, Comprendre les crises financières, (Paris : édition Eyrolles, 2009), 40.
[2] - Ibid, 24.

اليابانية هي أراضي جبلية. ووصلت الطفرة في أسعار العقارات والأسهم ذروتا مع نهاية 1989، وبدأ شبح التضخم يهدد النسيج الاقتصادي والاجتماعي في اليابان الشيء الذي أجبر البنك المركزي الياباني على رفع سعر الفائدة ومعها ارتفعت تكلفة القروض الموجهة للقطاع العقاري. على اثر ذلك اندفع الكثير من المستثمرين لبيع عقاراتم ما أدى إلى تراجع أسعار العقارات وتبعا لذلك تراجع أسعار الأسهم حيث انخفض مؤشر نيكاي من 39000 نقطة نهاية سنة 1989 إلى 14300 نقطة نهاية أوت 1992. وكانت من أهم نتائج هذه النكسة هو تحويل الاستثمارات المحلية والأجنبية إلى خارج اليابان، وانخفاض الاستهلاك العائلي ما ألقي بظلالهما على النمو الاقتصادي حيث لم يتجاوز النمو الاقتصادي في المتوسط 1% خلال عقد التسعينات من القرن الماضي بالرغم من الانخفاض المسجل في معدلات الفائدة[1].

ثانيا- أزمات الفترة 1990- 2007

أزمة المكسيك 1995/1994

بهدف تحقيق تكامل أوثق مع أسواق المال الدولية وتحسين إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية انتهجت المكسيك، منذ منتصف الثمانينات، إستراتيجية إصلاح اقتصادية شاملة تدف لتحريك عجلة النمو الاقتصادي بإعطاء القطاع الخاص دورا أساسيا في تحفيز الاقتصاد، فسعت إلى خصخصة الشركات وتقليص دور الحكومة في النشاط الاقتصادي وتحرير القيود على حركة رؤوس الأموال. ونتيجة لذلك تدفقت إلى المكسيك رؤوس أموال كبيرة لم تعهدها من قبل بلغت قيمتها بين سنتي 1990 و1994 ما يقارب 104 مليار دولار، أي بنسبة 20% من إجمالي التدفقات الرأسمالية الموجهة إلى اقتصاديات الدول النامية في تلك الفترة. وقد أسهمت هذه التدفقات في اندفاع البنوك وتوسعها في الإقراض خاصة في قطاع العقارات، ومن ثم حصل ارتفاع في أسعار الأسهم والعقارات ونمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية[2].

ومع مرور الوقت أصبح الاقتصاد المكسيكي يعاني من جملة من المشاكل بسبب حرية دخول وخروج رؤوس الأموال الدولية، وربط قيمة عملتها المحلية "البيزو" بسعر صرف ثابت من الدولار فنشأ عن ذلك اختلال الموازين الخارجية وارتفاع كبير في قيمة العملة المحلية وتفاقم مشكلات الديون المتعثرة، وتسجيل خسائر كبيرة في الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية والمضاربة على عملة البيزو. وكانت نتيجة كل ذلك انهيار في أسعار الأسهم بنسبة 28,12% خلال الفترة الممتدة من 2 ديسمبر 1994 إلى 21 مارس 1995، وانخفاض قيمة العملة المكسيكية بنسبة 98,12% مقابل الدولار الأمريكي خلال نفس الفترة[3]، وتخطى ذلك إلى الاقتصاد الحقيقي ليسجل الناتج الصناعي انخفاضا قدره 12% سنة 1995. ولاحتواء الأزمة سارعت

[1] - Idem.

[2]- صالح سلام، مرجع سابق،313- 314.

[3]- المرجع السابق، 315.

الحكومة المكسيكية لطلب الدعم المالي من الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 53 مليار دولار، ومن صندوق النقد الدولي في إطار برنامج التعديل الهيكلي بقيمة 20 مليار دولار مقابل إتباع سعر صرف معوم وتوفير سيولة من النقد الأجنبي للمصارف التجارية لمنعها من التأخر في سداد التزاماتها الأجنبية والسماح بمشاركة أجنبية أكبر في رؤوس أموال المصارف، ونتيجة لهذه الإجراءات حقق الاقتصاد المكسيكي نموا بلغ 5,1% سنة 1996 و7% سنة 1997[1].

الأزمة الآسيوية 1998/1997

برزت دول جنوب شرق آسيا كقوة اقتصادية هائلة في تسعينيات القرن الماضي بسبب التحسن الكبير في مؤشراتها الاقتصادية، فقد بلغ متوسط معدل النمو الاقتصادي السنوي خلال الفترة 1980- 1996 حوالي 7,5% في هذه الدول مقابل 2,4% في كل من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ودول أمريكا اللاتينية، وبلغ متوسط معدل الاستثمار حوالي 35% في نفس الفترة مقارنة بـ 18% في بقية دول العالم، وهذا ما استرعى اهتمام المستثمرين الدوليين الباحثين عن فرص استثمار جذابة بعد الانتكاسة التي تعرض لها الاقتصاد الياباني والمكسيكي. فدولة مثل تايلاند استطاعت أن تستقطب تدفقات مالية أجنبية تفوق قيمتها 82 مليار دولار ما بين 1991 و1996 في حين أن فجوة التمويل (فجوة الادخار- الاستثمار) لم تتجاوز 47 مليار دولار[2]. وكانت هذه الدولة هي الشرارة التي انطلقت منها الأزمة الآسيوية، حيث كان لارتفاع الدولار الأمريكي سنة 1996 أثار سلبية على سعر الصرف الحقيقي لعملة الباهت من خلال تراجع القدرة التنافسية للمنتجات التايلاندية في السوق العالمية، وتزامن ذلك مع دخول الصين مجال تصدير السلع كثيفة العمل التي تنتجها دول جنوب شرق أسيا من خلال خفض سعر صرف عملتها سنة 1994. ونتج عن ذلك عجز الشركات التايلاندية عن دفع الديون وتسديد القروض المستحقة عليها للبنوك المحلية والخارجية، وارتفاع نسبة عجز الحساب الجاري إلى 8% من الناتج الداخلي الخام في تايلاند سنة 1996، وارتفاع في نسبة التضخم ما دفع بالبنك المركزي لرفع سعر الفائدة وبذلك دخل النشاط الاقتصادي في ركود. وأمام هذه الأوضاع بدأت المضاربات على عملة الباهت بعدما تم اكتشاف أن الباهت مقيم أكثر من 20% من قيمته الفعلية، وتصدى البنك المركزي لذلك بالتدخل في السوق بشراء عملته لكن ذلك أدى إلى استنزاف احتياطاتها من النقد الأجنبي، فقررت السلطة النقدية تعويم عملتها في 1997/07/02 فانهارت قيمة الباهت بـ 20% وانتقلت الضغوط على أسعار الصرف إلى بلدان أسواق العملات المجاورة حيث انخفضت "الروبية" الاندونيسية بـ

[1]- جلال جويدة القصاص، الأزمات الاقتصادية العالمية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010)، 253-254.

[2] - Olivier Lacoste, Op-Cit, 42.

93,1%، و"الرينغيت" الماليزي بـ 55,43%، و"البيزو" الفيليبيني بـ 51,37%، وهذا ما أدى إلى هروب رؤوس الأموال إلى الخارج فتركت الشركات فجأة بدون تمويل.

وساعد ارتباط الأسواق المالية الآسيوية ببعضها البعض على استشراء الأزمة وانتشارها بين مختلف أسواق المنطقة، ولحقت بأسواق الأوراق المالية لهذه الدول خسائر قدرت بـ 600 مليار دولار حيث فقدت البورصة في تايلاند 10% من قيمتها، وبورصة اندونيسيا 14% من قيمتها، وبورصة الفيليبين 17% من قيمتها، واهتزت سوق الأسهم هونغ كونغ وفقدت 8% من قيمتها خلال أسبوع واحد[1].

ومن أهم خصائص أزمة جنوب شرق آسيا أنها اندلعت في بيئة تتسم بمؤشرات اقتصادية قوية فيما تعلق بالجانب الحقيقي، في حين أن مصدر الأزمة تمثل في المحيط المالي الذي اتسم بالتحرر السريع وغير المدروس للقطاع المالي وضعف رقابة الدولة على القطاع المصرفي حيث كانت المصارف تقترض من الخارج بالدولار الأمريكي لفترة قصيرة المدى وتقوم بتوظيفها في المضاربات العقارية والإقراض طويلة المدى بأسعار فائدة أعلى لاعتقادها بقدرتا على تجديد القروض الأجنبية خاصة أن جهات حكومية كانت تساند البنوك وتدعمها ما ولد شعور لدى المقرضين الدوليين بقدرتم على استرداد أموالهم، ففي كل من كوريا الجنوبية واندونيسيا وتايلاند فاقت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية 100% سنة 1997[2].

الأزمة الروسية سنة 1998

عانت روسيا من مشاكل اقتصادية كبيرة خلال تسعينيات القرن الماضي، منها: تفاقم عجز الميزانية وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتا بسبب ارتفاع أعباء المديونية وانخفاض احتياطات النقد الأجنبي. ولتدبير الأموال والخروج من المأزق المالي أقدمت السلطات الروسية على إصدار حزمة جديدة من السندات وبأسعار فائدة مرتفعة لجذب المستثمرين نحوها وحصل ذلك فعلا لاعتقاد المستثمرين الدوليين أن صندوق النقد الدولي سوف يضمن هذه القروض بشكل أو بأخر لتجنب زعزعة الاستقرار في هذا البلد الذي ورث ترسانة نووية عن الاتحاد السوفيتي[3].

في منتصف أوت 1998 علقت روسيا مدفوعات الدين الخارجي لمدة 90 يوما وأعلنت عن خطة جديدة لإعادة جدولة ديونها الشيء الذي أدى إلى انهيار الثقة في الاقتصاد الروسي، فهوت أسعار الأسهم والسندات وتراجع المستوى العام لمؤشرات الأداء في سوق موسكو للأسهم بنسبة 15%، واندفعت كميات هائلة من رؤوس الأموال إلى الخارج والتي قدرت قيمتها آنذاك بـ 300 مليار دولار. ورغم أن أثار الأزمة

---

[1]- محمد الحبيب ابن الخوجة، مع النمور الآسيوية والى أين، ندوة حول: لماذا احترقت النمور الآسيوية، (الرباط: أكاديمية المملكة المغربية، 1998)، 62.

[2]- أنور هاقان قوناش، أزمة شرق آسيا: عبر لبلدان منظمة التعاون الإسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2001، 82.

[3] - Olivier Lacoste, Op.Cit, 44-45.

الروسية اقتصرت على الاقتصاد الروسي، إلا أنها غيرت من فلسفة التوظيفات المالية في الأسواق المالية الدولية حيث أصبحت إستراتيجية "الهروب من المخاطر" أو "الهروب إلى الجودة" مهيمنة على قرارات المستثمرين الدوليين إذ ارتكزت عمليات شراء الأوراق المالية على تلك المتداولة في الأسواق المتقدمة خاصة منها أسواق السندات.

أزمة الاقتصاد الجديد سنة 2000

في تسعينيات القرن الماضي ازدهر قطاع التكنولوجيات الحديثة والمعلومات والاتصال (أو ما يعرف بالاقتصاد الجديد) في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب الاختراعات التكنولوجية وزيادة تنافسية شركات التكنولوجيات الحديثة بين بعضها البعض. وانعكس هذا التطور على مناحي كثيرة في الحياة الاقتصادية، فمنذ شهر مارس من سنة 1991 والاقتصاد الأمريكي يشهد نموا مستمرا إلى غاية بداية سنة 2000، وعرفت شركات القطاعات الأخرى نموا معتبرا من خلال استخدام تقنيات التسويق الالكتروني والتجارة عبر الانترنت. وعلى صعيد سوق العمل، فبالرغم من أن نمو قطاع التكنولوجيات الحديثة أدى إلى فقدان الآلاف لوظائفهم، إلا انه في المقابل أدى هذا النمو إلى إنشاء مئات الآلاف لفرص العمل، ففي مجال البرمجيات تم إحداث 700 ألف فرصة عمل في الفترة 1995- 1999، و300 ألف فرصة عمل مساندة ظهرت سنة 1999[1].

هذه التغيرات والأحداث جعلت من قطاع التكنولوجيات قطاعا رائدا جلب اهتمام العديد من المستثمرين، ونما الاعتقاد أن شركات التكنولوجيا سوف تمثل صناعة المستقبل نتيجة ترويج وسائل الإعلام للآفاق المبشرة التي سيحظى بها قطاع التكنولوجيات الحديثة والتقارير غير الصادقة التي كانت تنشرها البنوك والمؤسسات المالية التي تولت عملية إصدار أسهم شركات التكنولوجيا الحديثة. وعلى إثرها انتعش سوق الأوراق المالية الأمريكية حيث انتقلت قيمة الاكتتابات العامة والخاصة في شركات المساهمة من 600 مليار دولار سنة 1994 إلى 2.2 تريليون دولار سنة 2001، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من 5.8 تريليون دولار في ديسمبر 1994 إلى 17.8 تريليون دولار في مارس 2000[2]. واندفعت أعدادا هائلة من المستثمرين لشراء أسهم هذا القطاع فارتفعت أسعار أسهمه بشكل غير مسبوق وصلت في بعض الحالات إلى ارتفاع السعر إلى ضعفين في يوم واحد، وبلغ مؤشر "الناسداك" ذروته متجاوزا حد 5100 نقطة بداية سنة 2000.

وعلى مدى أكثر من ستة سنوات من النفخ المتواصل تكونت فقاعة ضخمة لأسعار أسهم شركات التكنولوجيا، أو ما يسمى بفقاعة "الدوت كوم"، اكتشف المحللون خلالها أن القيمة السوقية لشركات

[1] - Michael Mandel, The coming internand depression, (London : Prentice hall,2001),33.
[2]- The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis, (Washington: Official Government Edition,2011), 59.

التكنولوجيا اقل بكثير من القيمة الدفترية وأن رأس مالها مكون أساسا من حقوق الاختراع وقدر قليل من العناصر المادية لتنفجر الفقاعة نتيجة انتشار الخوف والذعر بين أوساط المستثمرين ما أدى إلى انخفاض مدوي في قيم أسعار أسهم هذا القطاع. وحسب الإحصائيات فانه ما بين جانفي ومارس من سنة 2000 خسر المتعاملون في سوق ناسداك ألف مليار دولار حيث كانت القيمة السوقية لسوق ناسداك قبل حدوث الانهيار 1.4 تريليون دولار لتنخفض هذه القيمة إلى 400 مليار دولار أثناء الأزمة[1]. وتبع انهيار سوق الناسداك، وهو سوق موازي يضم أسهم شركات التكنولوجيات، انهيار البورصة الأمريكية وبقية أسواق الأوراق المالية الأوروبية حيث انخفض مؤشر داو جونز الصناعي بـ 5,7%، ومؤشر فاينانشيال تايمز بـ 3,4%، ومؤشر هونغ كونغ بـ 7,9%، ومؤشر بورصة سنغافورة بـ 8,2%[2].

في خضم الهلع المالي في أسواق المال الذي تسببت فيه شركات التكنولوجيات الحديثة وبعدها فضائح شركات "انرون" و "وولد كوم" وتداعيات أزمة 11 سبتمبر على أسواق الأوراق المالية، اتجهت رؤوس الأموال إلى قطاع العقار الذي بدا قطاعا واعدا لتبدأ عملية نسج فقاعة جديدة انتهت بثاني أكبر أزمة عالمية عرفها التاريخ، ألا وهي الأزمة المالية سنة 2008 التي تعيش المجتمعات البشرية ويلاتها إلى غاية يومنا هذا.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية سنة 2008 وأثارها

قبل الخوض في ذكر أسباب الأزمة المالية الحالية، نشير أن هذه الأزمة تختلف عن سابقاتها في مجموعة من العناصر من أهمها ما يلي:

أولا: الأزمة المالية العالمية الحالية هي أزمة تتعلق بأسواق المشتقات بخلاف أزمتي المكسيك والأرجنتين سنة 1982 المتعلقة بأسواق الديون، وأزمتي الاثنين الأسود سنة 1987 والثلاثاء الأسود سنة 2006 المتعلقة بأسواق الأسهم.

ثانيا: عالمية الأزمة الحالية حيث أنها نالت من كل أسواق المال في العالم لأنها نشأت في اقتصاديات المركز التي تؤثر في الاقتصاد العالمي أكثر مما تتأثر به. في حين لم تتعدى أثار الأزمات المالية المعاصرة الأخرى حدود الدولة كأزمة المكسيك وروسيا، أو نطاق إقليم معين كأزمة النمور الآسيوية.

ثالثا: شمولية الأزمة حيث أنها تجاوزت الإطار المالي لتصيب الجهاز الإنتاجي بالشلل من خلال تدني مستوى النشاط الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة.

رابعا: الأزمة الحالية هي أزمة هيكلية أصابت النظام الرأسمالي في الصميم وكشفت عن عجز الآليات الرأسمالية عن إيجاد حل لها في ظل الانتشار السريع لتداعياتها.

---

[1]- محمد إبراهيم السقا، فقاعة الدوت كوم، مجلة الاقتصادية الالكترونية، العدد 6157، 20 أوت 2010، www.Aleqt.com، تاريخ الإطلاع: 2011/12/20.

[2]- عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، 336-337.

فماهي الأسباب التي كانت وراء حدوث أزمة بهذا الشكل؟ وما هي أهم تجلياتها وتبعاتها على الاقتصاد العالمي؟

الفرع الأول: أسباب الأزمة المالية الراهنة

لقد أحصى الباحثون الاقتصاديون عددا من الأسباب التي أفضت إلى حدوث الأزمة المالية الحالية، وأجمع هؤلاء الباحثون على أن شرارة الأزمة الحالية انطلقت من سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. غير أن بعض المحللين يرجع هذه الأزمة إلى أزمنة خلت والتي مهدت لنشوء وتطور هذه الأزمة والتي حملت في طياتها نظاما ماليا أطلق عليه الاقتصادي" هلمونت شميدت" عبارة "نظام اللانظام".

أولا- استقلالية القطاع المالي عن القطاع الحقيقي أو الإنتاجي

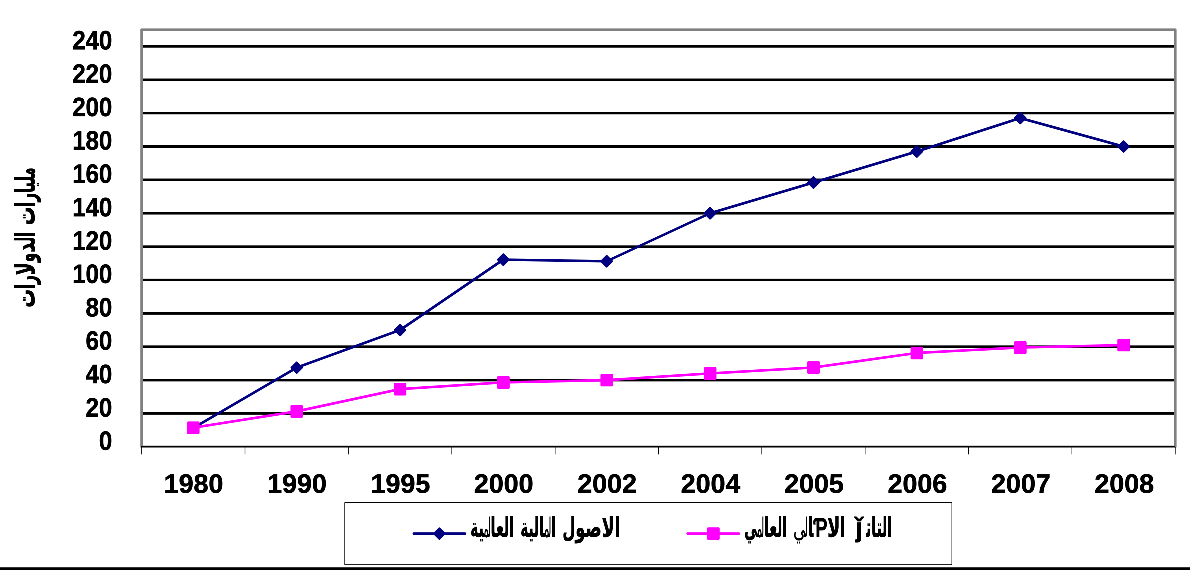
ترجع جذور الأزمة المالية الحالية إلى فترة السبعينات، وبالضبط حين تم فك ارتباط الدولار بالذهب في 01 أوت 1971 وما ترتب عن هذا القرار من ميلاد اقتصاد مالي مستقل بمنهجه وبأسلوبه وبأدواته عن ما يدور في فلك الاقتصاد الحقيقي. فبعدما كان القطاع المالي خادما للقطاع الحقيقي أضحت معاملات هذا القطاع تفوق أضعاف القيمة الحقيقة لقطاع الإنتاج العالمي، ففي الوقت الذي يبلغ فيه حجم العالم كله من السلع والخدمات 48 تريليون دولار فان حجم الأصول المتداولة في الأسواق المالية يبلغ 144 تريليون دولار[1].كما فاقت حجم المعاملات المالية في سوق الصرف الدولي 2 مرات حجم تجارة السلع والخدمات مع بداية العولمة المالية سنة 1973، ثم انتقلت إلى 10 مرات سنة 1980، ثم انتقلت إلى 50 مرة سنة 1990 لتبلغ 100 مرة سنة 2010.

إن الانفصام الحاصل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي ما هو إلا انعكاس لمزيج مؤلف من المضاربات والفساد وتراخي الدور الرقابي للحكومات تحت شعار "دعه يعمل دعه يمر"، فالمضاربات فجرت فقاعة العقارات فجلبت معها أزمة القروض عالية المخاطر، أما الفساد فتجسد في منح قروض سخية لعملاء غير قادرين أصلا على السداد طمعا في تحويل القروض إلى سندات على أمل إغراق الأسواق بها. وفي هذا السياق يشير الاقتصادي "James Tobin" أنه "في زمن العولمة المالية نرمي الكثير من مواردنا بنشاطات مضاربية بعيدة عن الإنتاج الحقيقي وهي تولد منافع خاصة لا تتناسب مع إنتاجيتها الاجتماعية. وقد حولت هذه النشاطات التعامل في الأسواق المالية بأسلوب الكازينوهات"، لذا فهو يقترح فرض ضريبة أطلق عليها تسمية" ضريبة توبين" على تدفقات الرساميل القصيرة الأجل عبر الحدود وبمقدار 25% على تلك النشاطات من اجل تحويلها إلى أنشطة إنتاجية[2].

[1]- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية،(دمشق: دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، 2008)، 78.

[2]- حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، 45-46.

الشكل رقم 37: قيمة الأصول المالية العالمية مقارنة بالناتج العالمي الإجمالي للفترة 1980-2008



source: McKinsey Global Institute, <u>Global capital markets: Entering a new era</u> (San Francisco Sep. 2009);23.

ثانيا - فقاعة السيولة

المتمعن في الأزمة المالية الحالية يجد أنها، بالدرجة الأولى، نتاج توفر سيولة مفرطة في الاقتصاد العالمي وتحلقيها في مجال الاقتصاد المالي، وذلك بسبب ابتكار مجموعة من الأدوات التي صممت في الأصل لتوزيع المخاطر المالية بين المستثمرين لتصبح هذه الأدوات بفعل غياب الرقابة عليها مصدرا للأزمة المالية الحالية.

ومن أهم العوامل التي أدت إلى الإفراط في توفير السيولة انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية* في الفترة 2001- 2006، فبعد عشرة سنوات من التوسع والازدهار عرف اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية انخفاضا في النشاط الاقتصادي إبتداءا من سنة 2001 نتيجة تراجع أداء قطاع تكنولوجيا المعلومات وتبعات أحداث 11 سبتمبر حيث انخفض معدل النمو الاقتصادي من 3,7% سنة 2000 إلى 0,8% سنة 2001**. ولتفادي الركود الاقتصادي المحتمل، انتهج البنك الاحتياطي الفيدرالي سياسية نقدية متراخية نحو خفض سعر الفائدة إلى مستويات متدنية جدا إبتداءا من 2001/11/09 لحفز النشاط الاقتصادي

* الدارس لتاريخ الأزمات الاقتصادية يلحظ أن معظمها وأشدها ضررا على الاقتصاد العالمي وقعت في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب تهور السياسات المالية المتبعة، خاصة إذا أدركنا أن الولايات المتحدة الأمريكية هي القوة الاقتصادية الأولى المؤثرة في الاقتصاد العالمي حيث يبلغ حجم اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 14 تريليون دولار وتستأثر تجارتها الخارجية بأكثر من10% من إجمالي التجارة العالمية، ثم تنتقل عدواها إلى بقية الاقتصاديات الأخرى بفعل الترابط المالي التي أوجدته العولمة المالية.

** نشير أن العجز التجاري لازم اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1971 حيث وصل إلى 758 مليار دولار سنة 2006 نتيجة شيوع النزعة الاستهلاكية المفرطة للشعب الأمريكي وضعف الجهاز الإنتاجي عن تلبية الاستهلاك المحلي طالما انه يمكن الحصول على السلع بأقل تكلفة مقابل الدولار من الخارج. كما تفاقمت مديونية الولايات المتحدة الأمريكية وارتفعت من 4.3 تريليون دولار سنة 1900 إلى 8.4 تريليون دولار سنة 2003 إلى 8.9 تريليون دولار سنة 2007، أي بنسبة 64% من حجم الناتج الداخلي الخام.

حيث انخفض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك من 6,5% إلى 1% في صيف 2003، ثم عاود الارتفاع بعد ذلك ليصل إلى 5,25% سنة 2006 ليتراجع إلى 0,25% سنة 2007. وأدى هذا إلى إغراق السوق بالسيولة وتوسعا في طلب القروض ما أحدث طفرة ائتمانية هائلة.

في مقابل ذلك، فان نمو الثروة النفطية لدى الدول المصدرة للبترول وغيرها من الثروات في الصناديق الحكومية، وتكدس فوائض تجارية ضخمة لدي الدول الصاعدة المصدرة للمواد الأولية خاصة منها الصين، وإقدام البنك المركزي الياباني سنة 2001 خفض سعر الفائدة إلى 0%، كل هذه العوامل أسهمت في وجود فائض من السيولة ما يعني سهولة الحصول على الأموال وبتكلفة منخفضة كانت نهايتها حصول فقاعة من الأرصدة والأصول. وترافقت هذه السيولة العالية مع استقرار في معدلات التضخم الشيء الذي ولد ثقة كبيرة لدى المستثمرين بشان أفاق الاقتصاد العالمي بشكل سمح بتوظيف المدخرات في أصول أكثر مخاطرة سعيا وراء الربح الوفير. ومن ثم شقت هذه السيولة الفائضة طريقها إلى قطاع الاستهلاك والعقارات المنزلية في الولايات المتحدة الأمريكية لتبدأ فقاعتين متلازمتين في طور التكوين الواحدة منها تؤثر على الأخرى، وهما الفقاعة الائتمانية والمتمثلة في التمادي في منح القروض، والفقاعة العقارية والتي تجلت في ارتفاع كبير في أسعار العقارات.

ثالثا: فقاعة الائتمان

كما هو معلوم أن الثراء يعتمد على قاعدة أساسية المستقاة من المقولة الشهيرة للاقتصادي "Guizot": " حقق الثراء من خلال العمل والادخار "، غير أن الأزمة المالية الحالية كشفت أن هذه القاعدة لم تعد صالحة للثراء حيث استبدلت بقاعدة أخرى تتناغم مع آليات الليبرالية الجديدة والقائمة على المقولة "حقق الثراء من الحجر والدين"، والتي تجسدت في السنوات التي سبقت الأزمة المالية من خلال التزاوج الحاصل بين تدفق الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية وانخفاض تكلفة الإقراض. فبين سنتي 1997 و2007 بلغت الزيادة التراكمية في أسعار العقارات مستويات قياسية وصلت إلى 171% في الولايات المتحدة الأمريكية، و139% في فرنسا، و189% في اسبانيا، و211% في بريطانيا. ولدرجة أن جريدة "الايكونوميست" لم تتردد، في عددها الصادر في 18 جوان سنة 2005، في وصف هذه الارتفاعات بأنها أكبر فقاعة مالية في التاريخ والتي قدرت قيمتها بـ 30 تريليون دولار بما يعادل القيمة المضافة للدول المتقدمة في سنة واحدة[1]. هذه الفقاعة العقارية في الحقيقة غذتها مجموعة من العوامل، منها أن العقارات جلبت أطماع المستثمرين الساعين للربح السريع ما جعلها مادة خصبة للمضاربة عليها في ظل الاعتقاد السائد بارتفاع أسعارها في المستقبل، فمن النادر أن تتجاوز مشتريات السكنات لأغراض المضاربة والتوظيف 10% غير أنه سنة 2005 تجاوزت هذه النسبة

[1] - André Orléan, De l'euphorie à la panique : penser à la crise financière, (Paris : Edition Rue d'Ulm ,2009), 17.

27,70% في الولايات المتحدة الأمريكية حسب تقديرات الجمعية الوطنية للوكالات العقارية. زيادة على ذلك، تم اعتماد سياسيات جديدة من طرف إدارة الرئيس الأمريكي "بوش الابن" سنة 2004 تشجع العائلات من ذوي الدخل المحدود من شراء السكنات كتعديل قواعد عمل بعض المؤسسات مالية، على غرار "Fannie Mae" و"Freddie Mac"، بهدف ضمان حصول العائلات الفقيرة على قروض الإسكان من خلال شراء القروض من البنوك ثم القيام بتسنيدها[1].

ومن أهم العوامل التي أدت إلى حدوث الفقاعة العقارية هو التغيرات الجذرية التي شهدها سوق التمويل العقاري الأمريكي أين تمادت المؤسسات المالية والبنوك التجارية في منح القروض العقارية التي ارتفعت قيمتها من 4800 مليار دولار سنة 2000 إلى 9800 مليار سنة 2006، أي بمعدل نمو سنوي يقدر بـ 13%[2]. وكانت حصة معتبرة من هذه القروض موجهة إلى العائلات المعرضة لخطر عدم السداد، أو ما يعرف بـ "Subprime"، والتي تضاعفت قيمتها سبعة مرات خلال الفترة 2001-2007 حيث بلغت 1170 مليار دولار نهاية سنة 2006، وهي ما تمثل 12% من إجمالي القروض العقارية الموجهة للعائلات[3]. وما يميز قروض "السوبرايم" التي تسببت في الأزمة المالية الحالية هو تراخي قيود الإقراض وطغيان نزعة المراهنات، فمنذ أكثر من ربع قرن كانت القروض العقارية تخضع لمبادئ وقواعد واضحة وسهلة حيث يتم التحقق أولا من القدرة المالية للمقترض على سداد قرضه ومن ثم يدفع المقترض دفعة أولية تزيد عن 20% من قيمة القرض. في حين أن قروض السوبرايم خلت تقريبا من القيود المتعارف عليها دوليا في تنظيم وحماية حقوق كلا من الطرفين المتعاقدين كتراجع الدفعات الأولية إلى اقل من 10%، ومنح البنوك والمؤسسات المالية قروضا للعائلات من دون التحقق من وضعها المالي أو في غياب الوثائق المثبتة للذمة المالية للعائلات، وإمكانية تكرار الاقتراض أكثر من مرة بضمان قيمة المسكن عدة مرات ما ساعد العائلات على الحصول على قرض ثاني وثالث بضمان نفس البيت المرهون حيث تشير البيانات الرسمية التي نشرتها "وول ستريت جورنال" أن نحو 50% من المقترضين المتعسرين الأمريكيين لديهم قرض ثاني[4]. وأكثر من ذلك، يذكر "George Soros" في كتابه "حقيقة الأزمة المالية العالمية" أن بعض البنوك قامت بمنح قروض عقارية لعائلات لا تملك دخلا ولا عملا ولا أصلا*.

وتخلو عقود الإقراض التي أبرمتها البنوك والمؤسسات المالية من الحيل والمخاطر كالإشارة إلى تعديل سعر الفائدة إبتداءا من السنة الثانية من عمر القرض ليرتفع بعد ذلك إلى مستويات عالية يكون عندها المقترض غير قادرا على سداد التزاماته، حيث يذكر الاقتصادي "Michel Aglietta" أن الهامش في معدلات الفائدة

---

1 - Brian Keeley & Patrick Love, de la crise a la reprise, (Genève : édition OCDE ,2010), 31.

2 - André Orléan, , Op.Cit, 22.

3 - Ibid ,24.

4- سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبرالية المتوحشة، (عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2010)، 37.

* يطلق على تسمية هذه القروض بـ Ninja اختصارا للعبارة: .No Incom, No Job, No Asset

بين قروض "السوبرايم" المستحقة بعد 30 سنة وسندات الحكومة قد انخفضت من 225 إلى 175 نقطة خلال الفترة 2001- 2005. وبفعل هذه التسهيلات الائتمانية ارتفعت ديون الأسر نسبة إلى الدخل المتاح في غضون العقد الماضي من 50% إلى 83% في فرنسا، ومن 53% إلى 118% في اسبانيا، ومن 93% إلى 138% في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن 102% إلى 173% في بريطانيا.

رابعا- التوريق أو ما يعرف ببيع الديون

التوريق كتقنية مالية تعززت مع بداية التحول الكبير الذي شهده النظام المالي العالمي ابتداءا من سنة 1970، وعرفت قفزة كبيرة في نهاية الثمانينات فيما عرف بـ "جنون الثمانينات" بسبب تكالب المصارف الأمريكية على توريق ديونها[1]. ويقصد بالتوريق أو التصكيك أو التسنيد تحويل الديون أو أدوات الدين طويلة الأجل إلى أوراق مالية قابلة للتداول والتسويق في الأسواق الثانوية بغرض تعزيز السيولة المالية وتوسيع الائتمان. وبموجب هذه التقنية تقوم البنوك بتجميع ديون الغير المتراكمة لديها، بعد التأمين عليها لدى شركات التأمين وصناديق التحوط، في شكل حزم من أوراق مالية تختلف وحداتها وتصنيفاتها حسب الملاءة المالية للمقترضين* ومن ثم تقوم ببيعها بمساعدة جهات متخصصة أنشأت لهذا الغرض، تدعى في الولايات المتحدة الأمريكية "Special Purpose Vehicule" أو ما يعرف بصناديق التوريق لإضفاء درجة من الأمان عليها وتقريب خصائصها إلى خصائص السندات التقليدية[2]. والنتيجة العملية لهذه التقنية هي نقل وتوزيع مخاطر الائتمان من القطاع المصرفي إلى سوق السندات إلى المؤسسات المالية الكبيرة كصناديق التقاعد وبنوك الاستثمار في أنحاء شتى من العالم كأمثال "Lehman Brothers" و"Bear Stearns" و "Merill Lynch"، ومن ثم تقوم هذه المؤسسات باستخدام الأدوات المالية المهيكلة كغطاء وضمان للاقتراض من خلال إصدار حزمة جديدة من أدوات مالية مهيكلة، تدعى بسندات المضمونة بضمانات إضافية، وهكذا تستمر العملية موجة بعد موجة لتؤدي في النهاية إلى تكوين طبقات هائلة من الديون المرتبطة بالأصل المضمون.

وعلى نحو ما سبق اندمج نشاط سوق القروض بنشاط سوق الأوراق المالية، ودخلت الأوراق المالية المهيكلة في تركيبة العديد من المحافظ المالية التي قامت بتأسيسها العديد من المؤسسات المالية والشركات والأفراد للاستثمار فيها. وازداد الوضع تأزما حين طرأ تعديل على قواعد عمل البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية، بداية من سنة 1999 حين تم إلغاء العمل بقانون "Glass-Steagall" القاضي بفصل نشاط البنوك

---

[1]- سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، 42.

* تستند هيكلة الديون المصرفية إلى أدوات مالية قابلة للتداول على قاعدة العائد/ المخاطرة ومن خلال عمليات رياضية معقدة. وفي هذا الصدد يتم تحرير ثلاثة أصناف من هذه الأوراق المالية، الصنف الأول يدعى equity ويستوعب هذا الصنف كل الخسائر في حال حدوث حالة عدم القدرة على السداد. الصنف الثاني يدعى "mezzanine" ومخاطر هذا الصنف تتوقف على مدى استنفاذ الصنف الأول لكل الخسائر. الصنف الثالث يدعى "senior" وهي معرضة لمخاطر اقل وذات مردودية ضعيفة مقارنة بالأصناف الأخرى

[2]- أحمد مهدي بلوافي، أزمة نظام أم أزمة عقار؟، مرجع سبق ذكره، 262- 263.

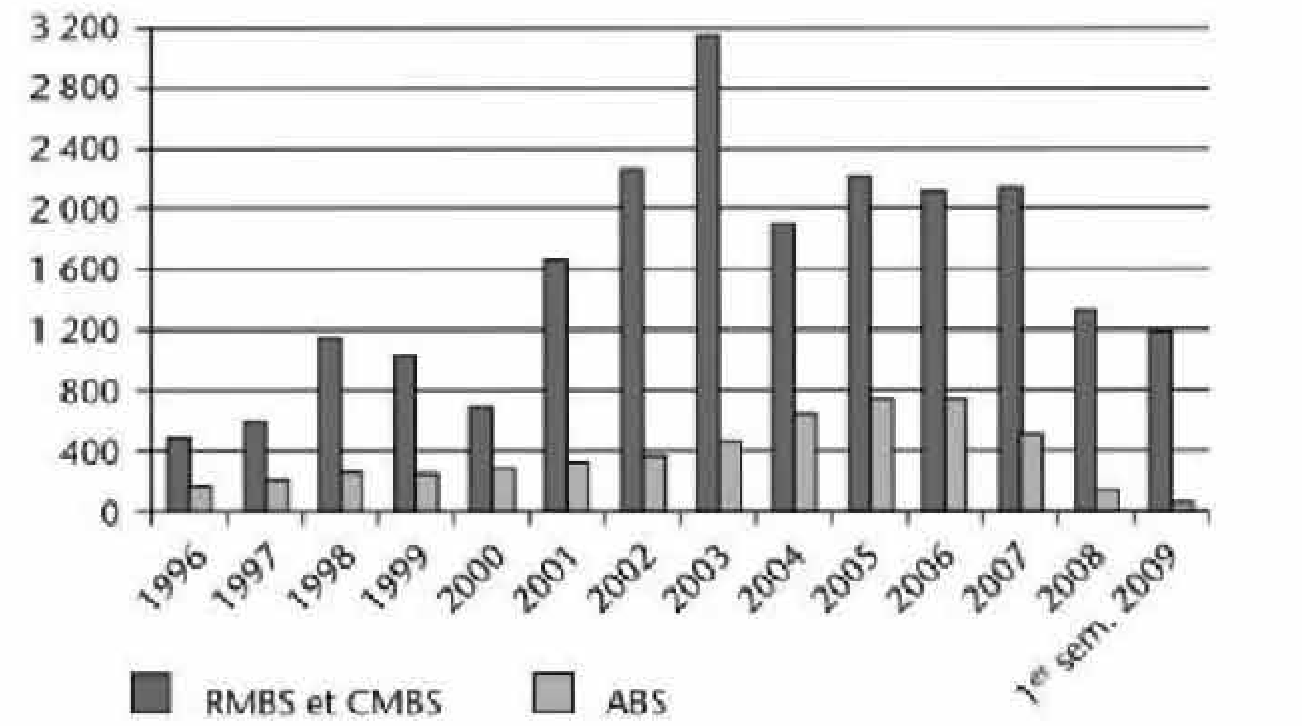
التجارية عن نشاط بنوك الاستثمار، والإجراء الذي اتخذته هيئة الأوراق المالية الأمريكية سنة 2004 والتي سمحت بموجبه لبنوك الاستثمار، مقابل فرض رقابة على أنشطة بنوك الاستثمار الكبيرة، برفع سقف الإقراض عن كل دولار من الأصول من 15 دولار إلى 40 دولار[1].

والمبالغ الفلكية التي وصلت إليها عملية توريق الديون يثير الدهشة والاستغراب حيث تشير الإحصائيات أن مخزون قيمة الأدوات المالية المهيكلة تضاعفت كل خمسة سنوات لتصل إلى 11 تريليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية نهاية سنة 2007 بعدما كانت لا تتجاوز 100 مليار سنة 1980، متقدمة بفارق كبير عن قيمة السندات التي أصدرتها الشركات والبالغة 5.8 تريليون دولار وعن قيمة السندات الحكومية والبالغة 4.5 تريليون دولار[2]. واستحوذت الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية (MBS)* على نسبة كبيرة من عملية توريق الديون بسبب الحركية الكبيرة التي عاشها القطاع العقاري قبل الأزمة حيث تضاعفت حصيلة إصدار هذه الأوراق المالية المهيكلة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بخمسة مرات بين سنتي 2000 و2007 وانتقلت من 500 مليار دولار إلى 2.6 تريليون دولار، وتضاعفت القيمة الإجمالية لإصدارات السندات المضمونة بالقروض العقارية (CDO ** أو MBS[2]) في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بثمانية مرات بين سنتي 2000 و2007 حيث انتقلت من 150 مليار دولار إلى 1.2 تريليون دولار[3].

---

1 - Brian Keeley & Patrick Love, Op.Cit, 31-32.
2 - André Orléan, , Op.Cit, 55.
* Mortage Backed Securities.
** Collateralized Dept Obligations.
3 - Ibid, 56.

الشكل رقم 38: حجم الإصدارات السنوية للسندات المضمونة بالرهونات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1996- 2009. (مليار دولار)



Source: Norbert Gaillard, Les agences de notation,(Paris : La Découvert,2010), 76.

خامسا- تصاعد التعامل بالمشتقات المالية

قبل نحو أكثر من خمسة سنوات من وقوع الأزمة، تحدث "وارن بافيت" أحد أكبر أغنياء العالم وأعرف المستثمرين بتقنيات المضاربة في خطاب سنوي أمام الجمعية العامة لشركته "بيركشاير هاثواي" عن نظرته الاستشرافية للاقتصاد العالمي، فقال "إن الصورة الكلية للاقتصاد العالمي خطرة وتتجه نحو الأسوأ "، والسبب في تشاؤمه هذا أمام ذهول من كان يستمع إليه هو تمادي الاقتصاديين في استخدام المشتقات المالية التي وصفها بأنها "قنابل موقوتة" للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي. وقد أثبتت الأيام اللاحقة بعد نظر "بافيت" وصدق حدسه. لعبت المشتقات المالية دورا جوهريا في انفجار الفقاعة العقارية من حيث امتزاجها مع عملية توريق الديون، ففي فترة لاحقة من عملية إصدار السندات المضمونة بالقروض المتعلقة بالعقارات لجأ المضاربون إلى إصدار مشتقات مالية للمضاربة على فروق أسعار السندات المهيكلة وطرحها في الأسواق للتداول عليها بمنأى عن أسعار السندات موضوع المضاربة، وأدى هذا إلى تنامي قيمة المشتقات المالية من 100 تريليون دولار سنة

2002 إلى أكثر من 500 تريليون دولار خلال سبعة سنوات اللاحقة[1] حيث بلغ حجم الديون العقارية المراهن عليها في سوق المشتقات الأمريكية نحو 62 تريليون دولار في نهاية سنة 2007 في حين لم يتجاوز حجم ديون الرهن العقاري 10.5 تريليون دولار[2]، وهذا ما يعني أن كل دولار يتم إقراضه فعلا تتم المراهنة عليه حوالي 10 مرات، ففي حالة تخلف المدين عن سداد التزاماته فان الخسارة تتعدى من المقرض الأصلي إلى المراهنين الذين سوف تتجاوز خسائرهم 10 أضعاف الخسارة الفعلية.

سادسا- ضعف تقييم وكالات التنقيط في تصنيف السندات العقارية

تؤدي وكالات التنقيط العالمية كـ "Moody’s" و"Standard & Poor’s" و"Fitch" دورا محوريا في أسواق المال العالمية، حيث توكل لها مهمة تقييم ملاءة الدول والمؤسسات وقدرتها على تسديد التزاماتها المالية في شكل حروف يسترشد بها المستثمرون في اتخاذ القرار الاستثماري. فقبل حدوث الأزمة المالية كانت أسعار العقارات في ارتفاع متزايد ما جعل تصنيف وكالات التنقيط للسندات المدعومة بالعقارات والسندات المدعومة بقروض الرهن العقاري تحمل علامات مرتفعة، حيث أن 80% من الأدوات المالية المهيكلة المضمونة بالرهونات العقارية ذات الشرائح العالية منحت درجة AAA مقابل 18% من الأدوات المالية المهيكلة ذات الشرائح المتوسطة منحت درجة بين AA^+ وBBB[3]. وعندما بدأت تتزايد حالات التخلف عن السداد، خفضت هذه الوكالات من تصنيفات السندات العقارية (حصل ما يعادل 22000 تخفيض سنة 2007) ما أدى إلى انخفاض شديد في قيم هذه المنتجات المالية. غير أن دور وكالات التنقيط كان سلبيا قبل الأزمة المالية، حيث يرى بعض المحللين أن تصنيفات السندات العقارية التي كانت تمنحها وكالات التنقيط كانت سخية إلى حد ما لدرجة أن البعض شكك في نزاهة ومصداقية تقييمها، وذلك من عدة وجوه: أولها، أن وكالات التنقيط هي مؤسسات خاصة لا تتمتع باستقلالية تامة في تقييم الأوراق المالية حيث أن المقترضين أنفسهم هم الذين يدفعون المال لهذه الوكالات لقاء تصنيفها خاصة إذا علمنا أن فارق رسوم التنقيط كبير بين تقييم السندات المهيكلة والسندات المصدرة من الجهات الحكومية. فمثلا تتحصل مؤسسة S&P في المتوسط على 120 ألف دولار من عملية تصنيف سندات مهيكلة قيمتها 100 مليون دولار في حين تقدر رسوم تنقيطها للحكومات بين 60 و100 ألف دولار[4]. وحسب وكالة الأنباء "بلومبرغ" فان مؤسسة "Moody’s" خسرت 70%من حصة سوق التنقيط للسندات الجديدة المصدرة بعدما قامت بتخفيض تصنيفها للسندات المالية المرتبطة بالرهون العقارية عقب أزمة الرهون العقارية مع العلم أن نصف رأس مالها مصدره تنقيط الأدوات المالية المتطورة. ثانيا،

[1]- محمد كركوتي، في الأزمة: النمو لمجرد النمو مبدأ الخلية السرطانية، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات الاقتصادية، 2009)، 40.
[2]- سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، 40.
[3] - André Orléan, Op.Cit, 60.
[4] - Norbert Gaillard , Op.Cit, 26.

اتجاه وكالات التنقيط نحو دور تقديم المشورة للمقترضين لمساعدتهم على تطوير المنتجات المالية التي تقدم للمستثمرين، وهذا ما يساعد على تقديم تصنيفات عالية للمقترضين وإضعاف حافز التقييم لديها، فايرادات مؤسسة "Moody's" في سنتي 2005 و2006 من الاستشارات كان أكبر من عائدها في تصنيف المنتجات المالية وتقييمها[1].

سابعا- اختلال العدالة في توزيع الدخول

عرفت الفترة 1980- 2008 اختلالا كبيرا في توزيع الثروات، حيث تشير الإحصائيات التي تقيس درجة تمركز المداخيل والثروات أن الدخل الحقيقي للعائلات المتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية بقي ثابتا منذ سنة 1977 بعدما تضاعفت قيمته في الفترة 1947- 1977، ليعرف انحدارا ملحوظا منذ سنة 2000[2]. في حين تراوحت نسبة الدخول المخصصة لـ 10% الأغنى في الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 40 إلى 50% من مجمل الدخل الإجمالي الأمريكي خلال الفترة 1917-1939، وانخفضت هذه النسبة إلى 35% مع سيادة الفكر الكينزي لتعود إلى الارتفاع مجددا إلى 50% في الفترة الموالية.

هذا التفاوت في توزيع المداخيل نشأت عنه أثارا اقتصادية واجتماعية متتابعة برزت بانخفاض الميل المتوسط للادخار للفئات الأغنى من حوالي 12% سنة 1982 إلى 0,2% فقط سنة 2007 قياسا إلى الدخل المتاح للعائلات المتوسطة، وزيادة الميل المتوسط للاستهلاك من 88% إلى 99.8% في الفترة نفسها[3]. ويوضح الشكل التالي الانخفاض الذي طرأ على نسبة الأجور إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول المتقدمة في الفترة 1980- 2005 حيث انخفضت هذه النسبة من 69% سنة 1980 إلى 61% سنة 2005.

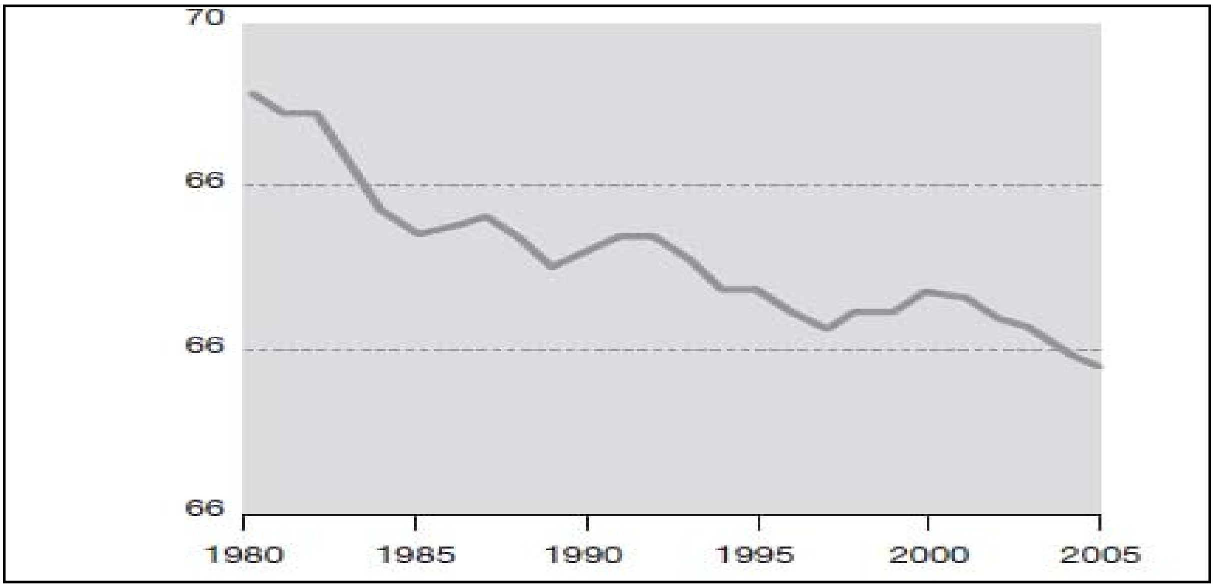
---

[1]- يوسف الخليفة يوسف، تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاديات الغربية، في: الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، تحرير: خالد أمين عبد الله ومحمد أحمد صقر، (الأردن: مركز دراسات الشرق الأوسط، 2009)، 53.

[2] - Thierry Bechu, Economie et Marchés financiers, (Paris : édition Eyrolles, 2007), 17

[3]- رضا فتحي على المنسي، إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الأزمة المالية الراهنة، المؤتمر العلمي السنوي الثلث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة المالية،(مصر: جامعة المنصورة، 1-2 افريل 2009)، 04-05.

الشكل رقم 39: نسبة الأجور إلى الناتج الداخلي الخام في الدول المتقدمة خلال الفترة 1980-2005



Source: Thierry Bechu, Op.Cit,69.

تكمن المفارقة هنا أنه بالرغم من انخفاض الأجور إلا أن حصة استهلاك العائلات إلى الناتج الداخلي الخام ما فتئ يتطور من سنة إلى أخرى، وهذا ما يفسر أن جزء كبير من استهلاك العائلات في الولايات المتحدة الأمريكية كان قائما على الديون، فقد بلغت ديون العائلات الأمريكية سنة 2005 أكثر من 8,2 تريليون دولار ما يعني أن حصة الفرد الأمريكي الواحد من الديون تقدر بـ 27440 دولار، وهذا الدين يزداد بمعدل 2,83 مليار كل يوم[1]. ويرى المحلل المالي "مايكل هيودسون" في هذا الارتفاع المدوي للديون "تحول للأمة الأمريكية" حيث سارت تشتري الأشياء بعدما كانت تصنعها، وصار اقتصادها يقوم على الاستهلاك بدلا من الإنتاج. وهكذا لعبت القروض دورا هاما في التهدئة الاجتماعية وهذا ما يرضي جميع الأطياف، فالعائلات تتوسع في الاستهلاك بفعل القروض الاستهلاكية الميسرة والرأسماليون يجنون الأرباح بسبب انفجار الاستهلاك. وهذا ما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة من خلال تراكم الديون التي كانت أثارها البعيدة وخيمة.

كل العوامل السابقة أدت إلى إنشاء اقتصاد دين مبني على العقارات المرهونة ثم على ديون العقارات المرهونة وهكذا، حلقة شديدة الترابط إذا أصيبت إحداها انفك وثاق كل الحلقات ومن ثم وقوع الاقتصاد وتبخر الديون. وهذا ما حدث فعلا، فمع زيادة تكاليف القروض الممنوحة للعائلات وكثرة الأدوات المالية المهيكلة المعقدة أصلا، عجزت العائلات عن دفع مستحقاتها المالية فبدأت منذ نوفمبر 2006 بعض المؤسسات المالية الصغيرة تشهر عن إفلاسها. وسارعت حينئذ المؤسسات المالية الكبيرة صاحبة الالتزام المباشر مع

[1]- سامي مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، 45.

العائلات المقترضة في الحجز عن بيوتاتهم وعرضها للبيع(قدر عددها سنة 2007 بـ 2.2 مليون منزل)، فزاد عرض المساكن وقل الطلب عليها ما انجر عنه انخفاض في أسعار المساكن بقيمة 1.2 تريليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008، فتكبدت بنوك الاستثمار ومؤسسات التأمين خسائر فادحة، وأفلست العديد منها كمصرف "ليمان براذرز" ومصرف "واشنطون ميوتشوال" ومصرف "اندي ماك". وترتب على ذلك نقص السيولة لدى المصارف وارتفاع تكلفة الإقراض وتراجع الاستثمارات وانخفاض النمو الاقتصادي، وأصبحت تلك السندات المرهونة بالعقارات وبالقروض العقارية، والتي تم تسويق جزء لا يستهان به خارج اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، في عداد الديون المتعثرة أو المعدومة أو السامة والتي قدرت قيمتها بنحو 100 مليار دولار ما أدى إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية على مستوى العالم[1].

الفرع الثاني: نتائج الأزمة المالية العالمية

ألقت الأزمة المالية بظلالها على كل المستويات: الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والفكرية، وكانت العواقب واضحة جلية: انخفاض في نمو الناتج الداخلي الخام في العالم الغربي بنسب تتراوح بين 5 إلى 10%، انخفاض في حجم الاستثمارات بسبب شح السيولة، ارتفاع في معدلات البطالة لتلامس نسب عالية بلغت في اسبانيا في الرباعي الأخير من سنة 2010 ما يقارب 20%، وتدني مستويات الاستهلاك بسبب انخفاض الدخول. بيد أن هذه الأزمة حلقت ابعد من ذلك لتخترق دعائم النظام الرأسمالي وتكشف عن عدوانية الليبرالية، فتعالت الأصوات لإعادة النظر في النظام الاقتصادي القائم أو إعادة قولبته بشكل يسمح لجميع الأطراف من اقتسام مخرجاته.

أولا- انهيار الإطار الفلسفي والنظري للرأسمالية العالمية

ليس خاف على أحد أن النظام الرأسمالي على مدى تاريخه الممتد لأكثر من مائتي سنة قد مرت عليه العديد من الأزمات التي غالبا ما كان يخرج منها سالما معافى، باستثناء أزمة الكساد الكبير، وهذا ما زاد من عزيمة المدافعين عنه والذين يرون في "آلية التصحيح الذاتي" أقوى صفاته وسر بقائه. إلا أن الأزمة المالية الحالية قوضت هذه الدعامة ودحضت فكرة " اليد الخفية" وأبانت عن عجز قوى السوق عن تصحيح الخلل الذي اعترى أسواق المال، وربما قد يكون تدخل الحكومات في إنقاذ بنوكها وأسواقها المالية من الانهيار نتاج قناعة راسخة لدى مهندسي التحرر الاقتصادي والمالي بدور الدولة المستور في حال الأزمات، وأيقنوا أن من أهم أسباب إطالة أزمة الكساد الكبير هو البحث عن الحل السحري المخبأ في تابوت السوق لذا همت حكومات الدول المتقدمة إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه بمجرد اندلاع الأزمة.

[1]- محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، (المملكة العربية السعودية: مجموعة زاد للنشر، 2009)، 07- 09.

ورغم اهتزاز الإطار النظري للرأسمالية فان التطبيق الفعلي لها مازال قائما وهذا ما يعني أن الرأسمالية تحتاج بين الفترة والأخرى إلى من يبعث فيها روح الحياة. وفي حقيقة الأمر يعاني النظام الرأسمالي من فراغ أخلاقي حيث سلوكيات أنشطته تتخللها مجموعة من المظاهر اللاأخلاقية الراكضة وراء الربح كالاحتكار والاستغلال والغرر والغش والقمار والمضاربات غير المبررة. ويشير "عبد الحي زلوم" إلى هذا من خلال قوله "لقد حقق النظام الرأسمالي المعلوماتي إنجازات علمية وتكنولوجية هائلة صاحبه خواء روحي وانحطاط أخلاقي كبيرين". هذه الممارسات انتهت بأسواق الأوراق المالية أن تكون من بؤر الاختلالات المالية كما يصف ذلك أستاذ الرياضيات البحتة "جون كاستين" أن البورصات أصبحت تشبه الدب الضخم الذي تمرد على صاحبه المخادع الذي أطعمه من المأكولات الفاسدة[1].

ثانيا- توقف عملية العولمة

ازدهرت العولمة وتطورت ووصلت إلى ما وصلت إليه من خلال نزع القيود التي كانت تحول دون انتقال عوامل الإنتاج، وبعيدا عن فلسفة تدخل الدولة هاهي الأزمة المالية تأتي على مكتسبات العولمة وتنفض التراب فوقها وتعود بها إلى أدراجها. فالتباطؤ الاقتصادي الموروث من الأزمة لا شك أنه يقلل من معدلات التبادل التجاري حيث تراجع حجم التجارة الدولية لتخسر أكثر من 11% من قيمتها سنة 2009 بما يزيد عن 16 تريليون دولار، وأصبحت العائلات تتوخى سياسة الحذر من استهلاك البضائع الأجنبية خاصة منها الصينية. وحصل هناك انحسار كبير في انتقال عوامل الإنتاج نتيجة تراجع الاستثمارات العالمية وسحب العديد من الشركات لمشاريعها من الخارج سواء تحت ضغط حكوماتها أو خوفا من التدهور في المناخ الاجتماعي داخل شركات الأم، وقلت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود بين البنوك والأسواق المالية العالمية نتيجة استفحال حالات عدم التأكد من المستقبل. زيادة على ذلك، أدت الأزمة المالية إلى تدني كبير في انتقال الأفراد وهجرتهم بين دول العالم ما يعني تضرر القطاع السياحي لكثير من الدول وحرمان عدد من المشروعات من وفود اليد العاملة الماهرة إليها.

ثالثا- العودة إلى سياسة الحمائية

بعد كفاح طويل نحو تقليص دور الدولة في الإدارة الاقتصادية، لجأت حكومات العديد من الدول الرأسمالية والناشئة لممارسة ألوانا متعددة من الحماية على اعتبارها ضرورة حتمية تمليها الأزمات الاقتصادية، على غرار قانون "Smoot-Hawley" للتعريفة الجمركية الصادر عقب أزمة الكساد الكبير في 17 جوان 1930 بالولايات المتحدة الأمريكية والذي قضي بفرض رسوم جمركية على أكثر من 20.000 منتوج أجنبي.

[1]- أحمد مهدي بلوفاني، مرجع سبق ذكره، 257.

لقد هزت الأزمة المالية سنة 2008 قدسية الفكر الرأسمالي والمتمثل في عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وهزت قواعده بإقدام حكومات الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية بضخ مئات المليارات من الدولارات في الأسواق المالية وفي خزائن الشركات المالية المتعثرة بالرغم من تحذيرات الكثير من الخبراء أن إنقاذ المؤسسات المنهارة بأموال عامة يعد بمثابة مكافئة للمخطئين وتعدى على حقوق دافعي الضرائب.

وتضمنت سياسة الحمائية المنتهجة في الدول الرأسمالية بنودا شملت مختلف القطاعات المختلفة، منها: ضخ كمية هائلة من السيولة في السوق لإنقاذ المصارف من الإفلاس كقيام الولايات المتحدة الأمريكية بشراء أصول معدومة متعلقة بالرهن العقاري بقيمة 700 مليار دولار، ومنح إعفاءات ضريبية بلغت قيمتها نحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، وتخفيض أسعار الفائدة على القروض، وتأميم عدد من البنوك والمؤسسات المالية لمنع تعرضها من الإفلاس، وتدخل الحكومات من خلال صناديق الاستثمار لشراء الأوراق المالية لإنقاذ أسواق المال، وفرض عدد من الرسوم الجمركية على المنتجات الأجنبية بداعي حماية الصناعات المحلية كقيام الهند سنة 2008 بزيادة الرسوم الجمركية على منتجات الصلب الأجنبية وحظرها لاستيراد ألعاب الأطفال من الصين بحجة مخالفتها للمعايير الصحية وإقدام الولايات المتحدة الأمريكية على إشهار حملة واسعة لإنعاش الاقتصاد الأمريكي تحت شعار "اشترى منتجا أمريكيا" من خلال صرف جزء كبير من ميزانية الحكومة على شراء المنتجات الأمريكية، كما أصدر الرئيس الأمريكي "باراك أوباما" قرارا يمنع توظيف الأجانب في البنوك والمؤسسات المالية التي شملها الإنقاذ المالي[1].

رابعا- ظهور لاعبين جدد على مسرح الاقتصاد العالمي

أبانت الأزمة المالية العالمية عن عجز المؤسسات المالية الدولية والدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية عن إيجاد حلول أنية لها ما دفع إلى إشراك عدد من الدول الناشئة كالصين والهند وروسيا والبرازيل، أو ما يعرف بدول BRIC، لإدارة الشؤون الاقتصادية للعالم وتكثيف الجهود للتخفيف من وطأة الأزمة. وعلى هذا انتقل النظام الاقتصادي العالمي من نظام تسيطر عليه الولايات المتحدة الأمريكية إلى نظام متعدد القوى ترغب من خلاله الدول الناشئة بلعب دور مؤثر في الأحداث الاقتصادية العالمية وحصل لها ذلك جزئيا من خلال إجراء إصلاحات عميقة على المؤسسات المالية الدولية، حيث تم تعزيز حقوق تصويت الدول الناشئة داخل إدارة صندوق النقد الدولي من خلال نقل 6% من سلطات التصويت من الدول الصناعية إلى الدول الناشئة القوية، كما تم إدراج الصين بحكم قوتها الاقتصادية كثالث صوت قيادي في صندوق النقد الدولي.

---

[1] - Thierry Bechu, Op.Cit, 60.

وتبرز الإحصائيات أن الاقتصاديات الصاعدة باتت قوة اقتصادية هائلة لا يمكن إهمالها أو عزلها في اتخاذ القرارات الاقتصادية الدولية، حيث تستأثر اقتصاديات كل من الصين والهند والبرازيل وروسيا والمكسيك وكوريا الجنوبية على 24,1% من حجم الناتج المحلي الإجمالي العالمي متفوقة على مساهمة اقتصاديات السبع الكبار والمقدرة بـ 23,6%.

المبحث الثاني : أثار الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية الخليجية وتداعياتها

انطلقت الأزمة المالية العالمية من أسواق المال الأمريكية لتنتشر انتشار النار في الهشيم إلى بقية اقتصاديات دول العالم. ولم تكن دول مجلس التعاون الخليجي بمنأى عن تداعيات هذه الأزمة خصوصا أنها تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة، ومن ثم كان لارتباط اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي بالنظام المالي العالمي وبالأسواق العالمية للسلع وفي مقدمتها النفط والغاز والبتروكيماويات القنوات الرئيسية لامتداد الأزمة العالمية إلى اقتصادياتها.

المطلب الأول: أثار الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية الخليجية

الفرع الأول: تفاعل أسواق الأوراق المالية الخليجية مع الأزمة المالية العالمية

بمجرد تفاقم الأزمة وانفجار فقاعتها بإشهار إفلاس بنك "ليمان برازرز" في 2008/09/15 تدهورت أداء البورصات العالمية في أوروبا وأمريكا الشمالية وشرق أسيا، وتهاوت مؤشراتها إلى مستويات قياسية لم تشهدها من قبل، وأنهت جميع تعاملاتها نهاية سنة 2008 على تراجع ملحوظ، حيث سجل مؤشر "Cac 40" الفرنسي أعلى انخفاض بنسبة 42,68% مقارنة بنهاية سنة 2007، يليه مؤشر "Nikkei" الياباني بـ 42,12%، فمؤشر "Nasdaq" بـ 40,54%، ثم مؤشر "Dax 30" الألماني بـ40,37%، يليه مؤشر " Fotsi 100" البريطاني بـ 31,33%.

ولم تكن أسواق الأوراق المالية الخليجية استثناءا، حيث شهدت تراجعا في مؤشراتها متأثرة بتداعيات الأزمة رغم ضعف ارتباطها بأسواق المال العالمية. وانتقلت أثار الأزمة إلى هذه الأسواق من أربعة منافذ أساسية، والمتمثلة في:

أولا- الحالة النفسية التي ورثها المستثمرون الخليجيون من تهاوي المؤسسات المالية الكبيرة والتي سيطرت عليها حالات التشاؤم وعدم اليقين والوضوح لما ستؤول إليه الأوضاع الاقتصادية في المستقبل القريب، وانعكس هذا مباشرة في اندفاع المستثمرين لتسييل ما بحوزتهم من أوراق مالية في ظل سيطرة المضاربين على السوق وامتناعهم عن شراء الأسهم[1]، حيث أنه في اليوم الذي أعلن فيه بنك "ليمان برازرز" عن إشهار إفلاسه وشراء

---

[1]- معن النسور، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على أسواق المال والتجارة والاقتصاديات العربية، في: الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، تحرير: خالد أمين عبد الله ومحمد أحمد صقر، (الأردن: مركز دراسات الشرق الأوسط، 2009)، 86.

بنك "أوف أمريكا" لـ "ميريل لينش" شهدت أسواق الخليج انخفاضات حادة في أسعار الأسهم، حيث تراجع مؤشر السوق السعودي بنسبة 6,6% وتراجع مؤشر سوق الكويت بـ 4,4%، ومؤشر سوق أبو ظبي بـ 4,7% ومؤشر سوق الدوحة بـ 7% ومؤشر سوق دبي بـ 5%[1].

ثانيا- انخفاض ربحية الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث بلغ إجمالي صافي دخل الشركات الخليجية وفق تقرير"جلوبل" الصادر في افريل سنة 2009 ما قيمته 45.6 مليار دولار بانخفاض بلغت نسبته 19,8% عن المستوى المسجل في سنة 2007 والبالغ 56.9 مليار دولار[2]. ويبين التقرير أن الكويت سجلت أكبر انخفاض في ربحية الشركات بنسبة 91,9% أين تراجعت الأرباح السنوية من 11.3 مليار دولار سنة 2007 إلى 918 مليون دولار سنة 2008. تليها البحرين بنسبة تراجع 24,2% أين تراجعت الأرباح السنوية من 2.6 مليار سنة 2007 إلى 1.9 مليار سنة 2008. في حين شهدت الشركات المساهمة المدرجة في سوق الدوحة نموا في أرباحها السنوية بنسبة 30,7% لتصل إلى 7.6 مليار دولار سنة 2008 بعدما سجلت 5.8 مليار سنة 2007.

الجدول رقم 33: مقارنة أرباح الشركات الخليجية بين سنتي 2007 و2008

البلد	2008	2007	نسبة التغير
الكويت	0.9	11.3	%91.9-
البحرين	1.9	2.6	24.2-
سلطنة عمان	1.2	1.5	15.9-
السعودية	20.4	22.2	8-
الإمارات	13.5	13.5	0.1-
قطر	7.6	5.8	30.7

المصدر: بيت الاستثمار العالمي، المرجع السابق.

ثالثا- الخسائر الفادحة التي منيت بها استثمارات الخليجيين في الأسواق المالية الغربية، ومن أهمها الصناديق السيادية التي تمثل نحو 40% من الحجم الكلي للصناديق السيادية على مستوى العالم، حيث تشير التقديرات إلى أن خسارة الصناديق السيادية الخليجية بلغت ما بين 450 و600 مليار دولار.

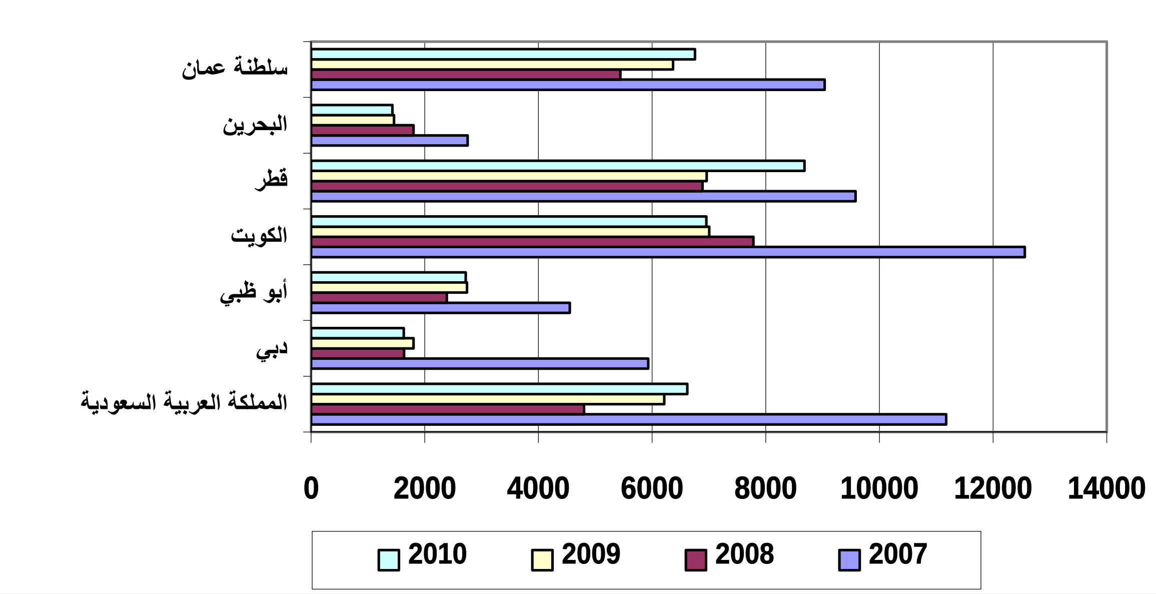
[1]- وشاح رزاق وآخرون، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج، سلسلة الخبراء، العدد 32، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)، 43.

[2]- بيت الاستثمار العالمي "Global"، تقرير عن ربحية الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي خلال عام 2008، ابريل 2009.

رابعا- تأثير الأزمة المالية على استثمارات الأجانب في أسواق الأوراق المالية الخليجية والا B لا تكن ذات أهمية باعتبار ضآلة حجم هذه الاستثمارات في الأسواق الخليجية.

يبين الشكل أدناه تراجع كل مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية سنة 2008، حيث سجل مؤشر سوق دϔ المالي أعلى نسبة تراجع بـ 72,42% نتيجة خروج عدد كبير من المستثمرين من السوق سيما المستثمرين الأجانب الذين زادت قيمة مبيعاتم عن قيمة مشترياتم بـ 1.64 مليار دولار. يلي سوق دϔ مؤشر سوق الأسهم السعودي الذي تراجع بنسبة 57%، فمؤشر سوق أبو ظبي بنسبة 48%، يليه مؤشر سوق مسقط الذي انخفض بـ 39,8%، Ż مؤشر سوق الكويت الذي تراجع بنسبة 38%، Ż مؤشر البحرين الذي تراجع بـ 34,5% ليأتي مؤشر سوق قطر في ذيل الانخفاضات الا عرفتها أسواق الأوراق المالية الخليجية بنسبة 28%.

الشكل رقم 40: تطور مؤشرات اسواق الاوراق المالية الخليجية للفترة 2007-2010



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئات أسواق المال الخليجية للسنوات: 2007،2008،2009،2010.

واستطاعت معظم أسواق الأوراق المالية الخليجية من استيعاب أثار الأزمة المالية وتمكنت من تحقيق نمو في مؤشراتا سنة 2009 حيث سجل مؤشر سوق الأسهم السعودي ارتفاعا بـ 27,4%، تلاها سوق مسقط بـ 17%، فمؤشر أبو ظبي بنسبة 14,8%، فمؤشر دϔ بنسبة 10,2%، Ż مؤشر سوق قطر بنسبة 1,06%. وتعزي هذه الارتفاعات إلى الارتباط الوثيق لاقتصاديات هذه الدول بأداء سوق النفط الذي شهد انتعاشا محسوسا حيث تجاوز سعر برميل النفط عتبة 70 دولار في الربع الأخير من سنة 2009. كما كان لدور

حكومات دول الخليج دورا هاما في إنعاش أسواق أوراقها المالية من خلال تدخلها في تعزيز السيولة وإعادة التوازن في بورصاتها سواء بطريقة مباشرة أو عن طريق الصناديق السيادية. في مقابل ذلك، لم تستطع أسواق الأوراق المالية لكل من البحرين والكويت من تحقيق نتائج إيجابية حيث عرفت مؤشرات هذين السوقين انخفاضات قدرت ب 19,2% و10% على التوالي. ويرجع هذا التراجع إلى استمرار حالة الترقب والتشاؤم التي ظلت تسيطر على نفسية المستثمرين، ولعدم انعكاس التحسن في أسعار النفط على الاقتصاد البحريني بالنظر لضعف ومحدودية الميزانيات النفطية، وإلى المشاكل التي عرفتها الكويت منها مشكلة صفقة "زين" والدعوى القضائية التي رفعتها الحكومة الأمريكية ضد شركة "اجيليتي"[1].

وتشير الإحصائيات أن أسواق الأوراق المالية الخليجية كانت من بين اضعف الأسواق التي استطاعت تعويض جزء من خسائرها المحققة سنة 2008 مقارنة بالأسواق الناشئة والأسواق العالمية التي استطاعت إلى حد ما من تحقيق مكاسب والتعويض عن الخسائر التي لحقت بها من خلال الإجراءات الحكومية المتخذة لدعمها ما جعلها محطة أنظار المستثمرين الراغبين في اقتناص الفرص الذهبية المتاحة.

[1]- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2009، 13.

الجدول رقم 34: نسبة النمو في مؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية سنة 2009 ومقارنتها بالأسواق الأخرى.

اسم المؤشر أو السوق	نسبة التراجع سنة 2008	نسبة النمو سنة 2009	نسبة التعويض من خسائر المؤشر
سوق الأسهم السعودي	-57	27,4	48
سوق مسقط للأوراق المالية	-39,8	17	42,7
سوق أبو ظبي	-48	17	14.8
سوق دبي	-72,4	10,2	14
سوق الكويت	-38	-10	-26,3
سوق البحرين للأوراق المالية	-34,5	-19,2	-55,6
سوق الدوحة	-28	1	3,5
ستاندر اند بور 500	-38,49	23	59,7
ناسداك	-40,54	44	108,5
كاك الفرنسي	-42,07	21	50
داكسي الألماني	-40,37	23,8	58,9
مومباي	-52,4	81	154,5
تركيا	-51,6	96,63	187
هونغ كونغ	-48	52	108
البرازيل	-63	82,6	131
استراليا	-43	33,4	77,6

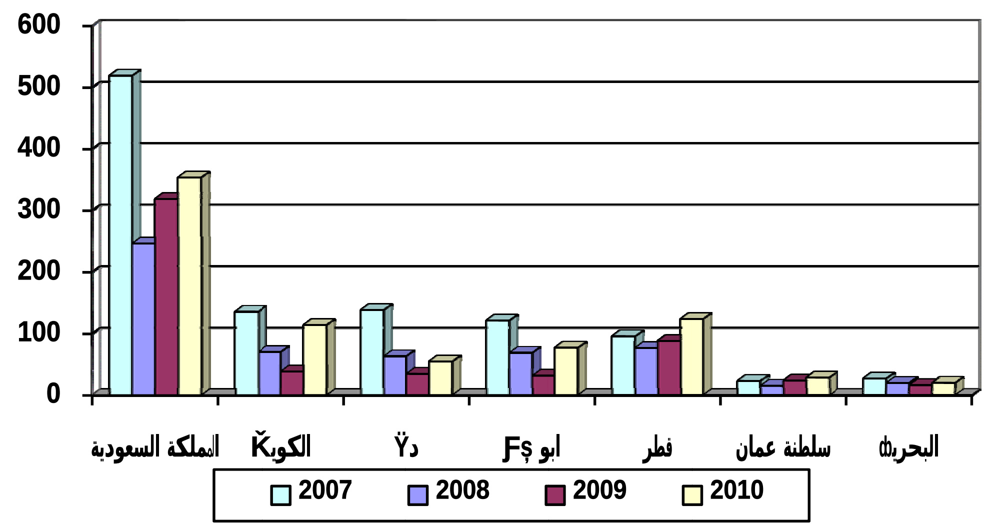
المصدر: سوق مسقط للأوراق المالية، نسب التغيرات في مؤشرات الأسواق المالية العالمية والناشئة والعربية، مجلة سوق المال، العدد 44، (مسقط: الهيئة العامة للأوراق المالية، أفريل 2010)، 49-50.

وامتدت تداعيات الأزمة المالية العالمية إلى سوقي البحرين والكويت ولحقت بهما سوقي دبي وأبو ظبي في سنة 2010، حيث سجل مؤشر سوق البحرين تراجعا مقارنة بسنة 2009 بنسبة 1,8%، وسجل مؤشر سوق الكويت تراجعا بنسبة 0,7%. كما انهار مؤشرا سوقي دبي وأبو ظبي بنسبة 9,6% و0,9% على التوالي على خلفية إعلان مجموعة دبي العالمية في 25 نوفمبر 2009 طلب تأجيل جزء من ديونها والمقدرة بـ 59 مليار دولار

لمدة ستة أشهر ما أحدث هوسا وهلعا في أوساط المستثمرين والدائنين. بينما سجلت بورصة قطر أعلى ارتفاع بنسبة 24,75%، تليها السوق السعودية بنسبة 8,15%، فمسقط بنسبة 6,06%.

كما تجلت انعكاسات الأزمة المالية على أداء نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال تراجع مجمل مؤشرات أدائها حيث تراجعت القيمة السوقية للأسواق الخليجية بنحو 41% مقارنة بقيمتها سنة 2007، أي ما يوازي 400 مليار دولار خلال الفترة سبتمبر- ديسمبر 2008.[1]

الشكل رقم 41: تطور القيمة السوقية لأسواق المالية الخليجية خلال الفترة 2007- 2010



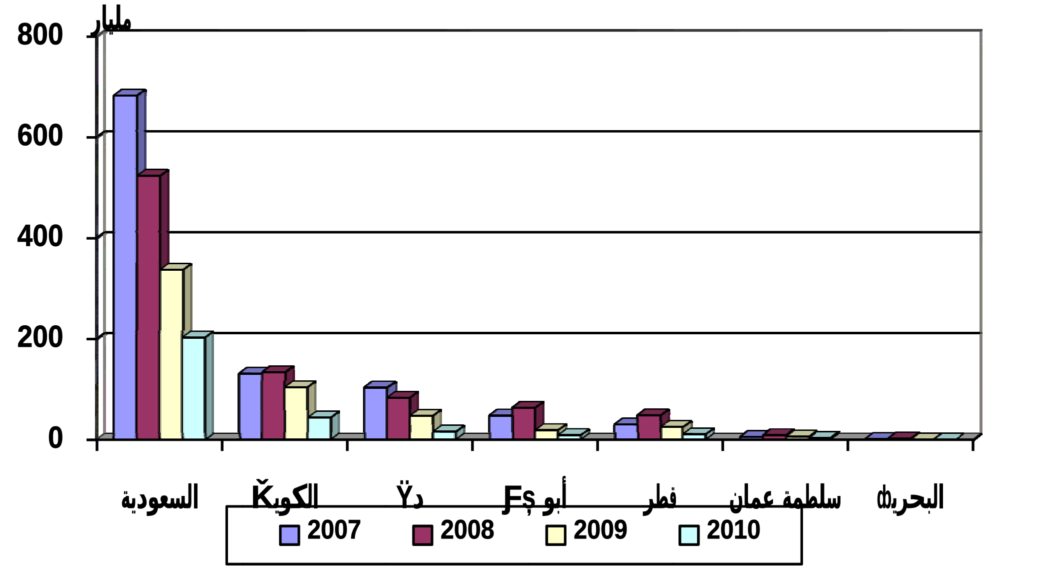
المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئات أسواق المال الخليجية للسنوات: 2007،2008،2009،2010.

ورغم ارتفاع القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي إجمالا من 560.141 مليار دولار سنة 2008 إلى 678.67 مليار دولار سنة 2009 إلى 771.06 مليار دولار سنة 2010 نتيجة عودة ثقة المستثمرين واستعدادهم لاقتناص الفرص الاستثمارية الجيدة تزامنا مع الارتفاع الملحوظ في أسعار النفط وظهور بوادر الانتعاش في الأسواق المالية العالمية، إلا أنها تبقى دون المستوى المحقق قبل الأزمة المالية والمقدر ب 1059.26 مليار دولار سنة 2007.

وفيما يتعلق للحجم التداول المسجل في أسواق الأوراق المالية الخليجية، فعرف هو الآخر انخفاضا من 1000.43 مليار دولار سنة 2007 إلى 861.98 مليار دولار سنة 2008 إلى 538.47 مليار دولار سنة 2009 إلى 285.52 مليار دولار سنة 2010.

[1] - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، مرجع سبق ذكره، ص208

الشكل رقم 42: تطور قيمة تداول أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007 -2010



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئات أسواق المال الخليجية للسنوات: 2007،2008،2009،2010.

ويعزي انخفاض قيمة عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية الخليجية إلى شح السيولة واستثمار جزء كبير منها في الودائع والأصول ذات المخاطر المنخفضة، وإلى إمساك البنوك عن منح القروض لعملية المتاجرة في الأسهم لارتفاع درجة المخاطرة فيها. وقد شهد سوق الأسهم السعودي أكبر انخفاض في قيمة التداول وصلت نسبتها إلى 40% سنة 2010 مقارنة بالحجم سنة 2009، وتراجع عدد الأسهم المتداولة من 56.74 مليار سهم سنة 2009 إلى 33.02 مليار سهم سنة 2010.

ويمكن القول إجمالا، أن تباطؤ انتعاش أسواق الأوراق المالية الخليجية بعد الأزمة المالية العالمية وتعثر البعض منها في إدراك هذا الانتعاش إنما يرجع إلى مجموعة من العوامل، من أهمها[1]:

- طبيعة التركيبة الهيكلية للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية الخليجية حيث تنتمي أغلبها إلى قطاعي البنوك والخدمات وهما من أشد القطاعات تأثرا بالأزمة المالية. إضافة إلى الهزة التي تعرض لها القطاع المالي والمصرفي بسبب إعادة جدولة ديون شركة دبي العالمية.
- انخفاض حجم الاستثمار الأجنبي بشكل عام في دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة انخفاض ربحية أسواق أوراقها المالية سنتي 2009 و2010 مقارنة بباقي الأسواق الناشئة الأخرى خلافا لما كان عليه في النصف الأول من عام 2008 حيث كانت الأسواق الخليجية أكثر ربحية من غيرها، وهذا ما يفسر انتقال معامل

---

[1] - سوق مسقط للأوراق المالية، مرجع سابق، 50.

ارتباط مؤشرات أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة مع مؤشر سوق الأسهم الأمريكي "S&P 500" من علاقة عكسية قبل الأزمة إلى علاقة طردية خلال وبعد الأزمة.

– ارتباط الأداء الاقتصادي لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي بالإيرادات النفطية حيث تراجعت متوسط أسعار النفط لدول مجلس التعاون الخليجي من 101.1 دولار للبرميل كمعدل خلال سنة 2008 إلى 56.7 دولار للبرميل كمعدل خلال سنة 2009، أي بانخفاض نسبته 44%.

الفرع الثاني: أثار الأزمة المالية عل الصناديق السيادية الخليجية

تزايدت أهمية صناديق الثروة السيادية أو الصناديق الحكومية كوسيلة وأداة لاستثمار الفوائض المالية المتأتية من بيع المواد الأولية أو فوائض ميزان المدفوعات أو فوائض المالية العامة أو عوائد الخصخصة أو تراكم احتياطي الصرف الأجنبي، حيث ارتفع عدد الصناديق السيادية في العالم من خمسة صناديق سنة 1970 إلى 75 صندوقا سنة 2008، تحوز على أصول تزيد قيمتها عن 3.5 تريليون دولار والمقدر أن تصل قيمة أصولها المالية في غضون سنة 2013 إلى 12 تريليون دولار حسب تقديرات مؤسسة "مورغان ستانلي"[1].

وتشترك الصناديق السيادية على اختلاف أنواعها في أنها صناديق مكلفة بإدارة واستثمار الأصول التابعة للحكومات، وتستخدم الأموال في عمليات الاستثمار ذات الأمد الطويل في أسواق أجنبية. يعرفها صندوق النقد الدولي على أنها "قنوات استثمارية عامة ذات أغراض محددة مملوكة للحكومة، مهمتها ادراة الأصول والاحتفاظ بها لخدمة أهداف اقتصادية كلية متوسطة وبعيدة المدى مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية"[2]. وفكرة الصناديق السيادية قائمة على ثلاثة مبادئ أساسية، والمتمثلة في: تثمين الموارد المالية المتاحة حاليا والمكونة أساسا من موارد اقتصادية أغلبها قابل للنضوب كالنفط مثلا، وضع إستراتيجية واضحة المعالم والأهداف لاستثمار الفوائض المالية باعتبار تذبذب الايرادت المتأتية من الموارد الطبيعية وصعوبة التنبؤ بها ومن ثم الاستقرار على وتيرة معينة من الإنفاق العام، وأخيرا إلحاق منافع مخرجات الموارد الاقتصادية الناضبة بالأجيال اللاحقة من خلال ترشيد استخدامات هذه التدفقات وتوجيهها نحو المشاريع ذات المنافع المعمرة

وتعتبر الصناديق السيادية الخليجية إحدى ابرز مظاهر القوة المالية لدول مجلس التعاون الخليجي حيث يقدر الحجم الكلي لأصول هذه الصناديق، التي تعتمد على إيرادات النفط والغاز، بالحوالي 1.5 تريليون دولار أواخر سنة 2007 مستحوذة بذلك على 46% من أصول الصناديق السيادية الموجودة في العالم، ما جعلها تحتل مراتب متقدمة ضمن عشرة أكبر الصناديق السيادية في العالم إذ تعد هيئة أبو ظبي للاستثمار أكبر صندوق سيادي في العالم تزيد أصوله عن 850 مليار دولار أمريكي في حين تبلغ أصول الهيئة الاستثمارية الكويتية 213 مليار دولار وتملك هيئة الاستثمار القطرية صندوقا تبلغ أصوله نحو 50 مليار دولار.

[1]- شريف شعبان مبروك، صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والآفاق الخليجية، دراسات إستراتيجية، العدد 146، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2009)، 12- 13.

[2]- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سبق ذكره، 01.

الجدول رقم 35: تقديرات صندوق النقد الدولي لأصول صناديق الثروة السيادية في فيفري سنة 2008 – مليار دولار-

	الأصول المدارة - مليار دولار-	**سنة التأسيس**
صناديق دول مجلس التعاون الخليجي	**784 -1640,2**	
الإمارات: هيئة أبو ظبي	875 -250	1976
الكويت: هيئة الاستثمارات الكويتية	264 -213	1953
قطر: هيئة الاستثمار القطرية	60 -30	2006
سلطنة عمان: صندوق الاحتياطي العام للدولة	8.2 -2	1980
السعودية: مؤسسة النقد العربي السعودية	433 -289	-
صناديق دول نفطية أخرى		
الجزائر: صندوق ضبط الإيرادات	47 -43	2000
ليبيا: هيئة الاستثمار الليبية	100 -50	2007
النرويج: صندوق الحكومة العام	373	1990
روسيا: صندوق الاحتياطات	129.7	2008
الولايات المتحدة الأمريكية: صندوق ألاسكا	37	1976
نيجيريا: صندوق الفائض الطبيعي	16.5	1976
فنزويلا: صندوق التنمية الوطني	21	2005
إيران: صندوق الاستقرار النفطي	15 -9	1999
كازاخستان	38 -21	2000
صناديق استثمارية لدول غير نفطية		
سنغافورة: هيئة الاستثمار الوطنية	330 -100	1981
الصين: مؤسسة "سافي" الاستثمارية	311.6	-
فرنسا: صندوق الاحتياطات للمتقاعدين	50.8	1999
هونغ كونغ: هيئة الاستثمار النقدي المحفظي	173 -152	1993

Source: Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains, (Paris : Groupe Eyrolles et les Echos éditions, 2009), 23-28.

ورغم زيادة حجم استثمارات الصناديق السيادية الخليجية خلال الفترة السابقة إلا أن تأثيرها على الاقتصاد العالمي وعلى أسواق رأس المال يبقى ضئيلا باعتبار أنها لا تمثل سوى 12% من حجم الناتج الإجمالي العالمي و5,1% من إجمالي قيمة الأسهم والسندات المدرجة في أسواق المال العالمية والبالغة نحو 100 تريليون دولار[1]. غير أن تغيير سياسة إدارة هذه الصناديق من التركيز على الاستثمار في الأدوات المالية ذات المخاطر المنخفضة إلى عمليات الشراء والاستحواذ على الشركات العالمية الكبرى مثل شركة "بارنيز نيويورك" وشركة الاستثمارات العقارية الأمريكية العملاقة "كارليل جروب" و"أم جي أم ميراج"، والدخول في أصول الشركات وتمويل المشروعات والمساهمة في صناديق الاستثمار المغلقة أثار مجموعة من الهواجس لدى الدول التي يتم استثمار هذه الصناديق فيها خوفا من قدراتها المالية المتنامية وما قد يستتبعها من التحكم في الأسواق المالية لهذه الدول ومن ثم استخدامها كأدوات للضغط السياسي في المستقبل خاصة في ظل قلة السيولة العالمية في كافة أسواق العالم. وعلى اثر ذلك اتخذت الحكومات الغربية مجموعة من التدابير الحمائية التي تكبح نمو استثمارات هذه الصناديق داخل اقتصادياتها من خلال تقنين نشاطها وحصر مجالات عملها في نوعية محددة من الأنشطة الاقتصادية الأكثر فائدة لاقتصاديات الدول الغربية والتي لا يترتب عليها أي تهديد لمصالحها. ومن أمثلة هذه التدابير الحمائية التي أقدمت عليها الولايات المتحدة الأمريكية استصدار قانون سنة 2008 الذي يخضع الاستثمارات الأجنبية وخاصة الحكومية منها لموافقات أمنية وتحقيقات أولية تصل مدتها إلى 30 يوما، وإلغاء استحواذ شركة موانئ دبي العالمية من إدارة ستة موانئ أمريكية سنة 2006. وان كانت الصناديق السيادية الآسيوية قادرة على مجابهة مثل هذه الإجراءات عن طريق تحولها إلى الأسواق المالية المحلية حيث تسمح الهياكل الاقتصادية في الدول الأسيوية من استيعاب استثمارات هذه الصناديق، فان الهياكل الاقتصادية للدول الخليجية غير قادرة إلى حد ما من استيعاب أصول صناديقها السيادية ما يجعلها في موقف ضعيف أمام إجراءات الدول المضيفة[2].

وتضررت صناديق الثروة السيادية في جميع أنحاء العالم بالأزمة المالية العالمية حيث قدرت مؤسسة "مورجان ستانلي" أن صناديق الثروة السيادية العالمية تعرضت لخسائر تتراوح بين 500 و750 مليار دولار إذ تقلصت موجوداتها التي تديرها من 3 تريليون دولار إلى ما بين 2.3 و2.5 تريليون دولار خلال سنة من اندلاع الأزمة المالية خاصة إذا علمنا أن 75% من أصول هذه الصناديق موظفة في الولايات المتحدة الأمريكية[3].

---

[1]- هنري عزام، الصناديق السيادية في الخليج، يومية النهار، العدد 625، الصادرة بتاريخ 30 ماي 2009، 03.
[2]- شريف شعبان مبروك، مرجع سبق ذكره، 58-59.
[3]- المرجع السابق، 61.

ولم تسلم الصناديق السيادية الخليجية من هموم الأزمة المالية العالمية، واختلفت التقارير حول قيمة الخسائر التي منيت بها. فتشير تقديرات مجلس العلاقات الخارجية الأمريكية أن قيمة الصناديق السيادية الخليجية انخفضت من حوالي 1.3 تريليون دولار سنة 2007 إلى 1.2 تريليون دولار سنة 2008، بينما يشير بعض الخبراء إلى أن خسائر هذه الصناديق وصلت إلى 450 مليار دولار، في حين قدرها البعض الأخر بنسبة 25 إلى 40% من قيمتها حيث تتفاوت هذه النسبة بين صندوق وآخر تبعا لنوعية ومكان الاستثمار. غير أن دراسة حديثة قدرت خسائر الصناديق السيادية الخليجية سنة 2008 جراء التدهور في قيم الأصول في الأسواق المالية الرئيسية بنحو 350 مليار دولار، أي بمعدل 27% من قيمتها[1]. وتفاقمت قيمة هذه الخسائر جراء قيام الصناديق السيادية الخليجية من ضخ أكثر من 50 مليار دولار خلال 2007 و2008 في مؤسسات وشركات مالية أمريكية وأوروبية تأثرت بأزمة الرهن العقاري،كشراء هيئة الاستثمار القطرية ما قيمته 6.94 مليار دولار من أصول بنك "باركليز" البريطاني، وشراء هيئة الاستثمار الكويتية ما قيمته 3 مليار دولار من أصول شركة "سيتي جروب" و2 مليار دولار في شركة "ميريل لينش"، في حين أقدمت هيئة أبو ظبي للاستثمار على شراء ما قيمته 7.5 مليار دولار من أصول شركة "سيتي جروب"[2].

الجدول رقم 36: تقديرات خسائر صناديق الثروة السيادية لدول الخليج نهاية سنة 2008 (مليار دولار)

	تقدير الأصول - ديسمبر 2007	تقدير الأصول - ديسمبر 2008	الإضافة إلى الأصول	الخسائر	معدل الخسارة (%)
صندوق أبو ظبي للاستثمار	453	328	59	183	40
هيئة الاستثمار الكويتية	262	228	57	94	36
هيئة الاستثمار القطرية	65	58	28	27	41
أصول مدارة من مؤسسة النقد السعودي	385	501	162	46	12
إجمالي بلدان مجلس التعاون الخليجي	1282	1200	273	350	27

المصدر: ماجد المنيف، المرجع السابق، 265.

[1]- ماجد المنيف، صناديق الثورة السيادية ودورها في ادراة الفوائض النفطية، الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية: حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، تحرير: على خليفة الكواري، (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2009)، 264.

[2]- Banque de France, Bilan et Perspectives des Fonds Souverains, magazine Focus, n : 28, (Montpellier : Focus SARL , novembre 2008),13.

وأثّر انخفاض قيمة الدولار عقب الأزمة المالية العالمية على قيمة أصول الصناديق السيادية، على غرار انخفاضه في الفترة 2001- 2008 لأكثر من ثلثي قيمته ما أدى إلى حدوث خسائر مالية كبيرة لعدد كبير من الصناديق السيادية التي تحتفظ باحتياطات نقدية في شكل أصول مالية مقومة بالدولار الأمريكي. وهكذا دفعت الأزمة المالية العالمية صناديق الثروة السيادية الخليجية، التي لم تكن أمامها خيارات متعددة، للعودة إلى بلدانها الأصلية في محاولة لاستثمار بعض أصولها في دعم الوضع الاقتصادي الداخلي. وكانت هيئة الاستثمار القطرية أول الصناديق الخليجية مبادرة لهذا التوجه حيث توقفت لفترة ستة أشهر عن إجراء عمليات خارجية، وطرحت خطة بحجم 5.3 مليار دولار لشراء أسهم في البنوك المدرجة في البورصة القطرية لدعم ثقة المستثمرين بالبنوك، كما ضخت الهيئة 20 مليار ريال قطري في رأس مال البنوك القطرية لتعزيز قدرة البنوك الوطنية على توفير تمويل مشروعات التنمية الوطنية.

ومع ظهور بوادر تعافي الاقتصاد العالمي من الأزمة المالية والتحسن الذي شهدته أسعار النفط بداية من الربع الأخير من سنة 2009، بدأت الصناديق السيادية الخليجية تسترجع نشاطها في الاستثمار الخارجي بعد فترة من الانكفاء من خلال إعادة ترتيب وتوزيع استثماراتها الخارجية، حيث قامت هيئة الاستثمار القطرية ببيع حصتها في بنك "باركليز" بقيمة 1.4 مليار جنيه إسترليني محققة ربحا مقداره 610 مليون جنيه، وقيامها باستحواذ على نسبة تفوق عن 25% من رأس مال شركة "بورش" عملاق تصنيع السيارات الألمانية. كما قامت هيئة الاستثمار الكويتية في 2009/12/06 ببيع حصتها في شركة "سيتي غروب" لتحقق من وراء ذلك ربحا مقداره 1.1 مليار دولار، وأقدمت على إعادة توزيع استثماراتها جغرافيا بالتوجه إلى أسواق دول شرق وجنوب شرق آسيا سيما الصين من خلال زيادة حصتها في البنك الصناعي والتجاري الصيني. ومن ثم استرجعت الصناديق السيادية بعضا من خسائرها التي منيت بها إبان الأزمة المالية، حيث حسب تقديرات المعهد الدولي للصناديق السيادية للربع الثاني من سنة 2011 فان أصول الصناديق السيادية الخليجية بلغت 1.595 تريليون دولار، وهو ما يشكل حوالي 35% من إجمالي حجم استثمارات الصناديق السيادية في العالم. وحسب ذات التقرير فان هيئة الاستثمار أبو ظبي للاستثمار ما زالت تحتل المركز الأول عالميا باستثمارات تقدر بـ 627 مليار دولار، واحتلت مؤسسة النقد السعودي لإدارة الاحتياطات الأجنبية المركز الرابع عالميا بقيمة استثمارات تقدر بـ 472.5 مليار دولار[1].

---

[1]- بدر العتيبي، أصول مؤسسة النقد السعودي ترتفع إلى 472.5 مليار دولار محتلة المركز الرابع عالميا، جريدة الرياض، العدد 15742، الأحد 2011/06/31، www.alriyadh.com، تاريخ الإطلاع: 2012/01/15.

المطلب الثاني: أثار الأزمة العالمية على القطاع الحقيقي الخليجي

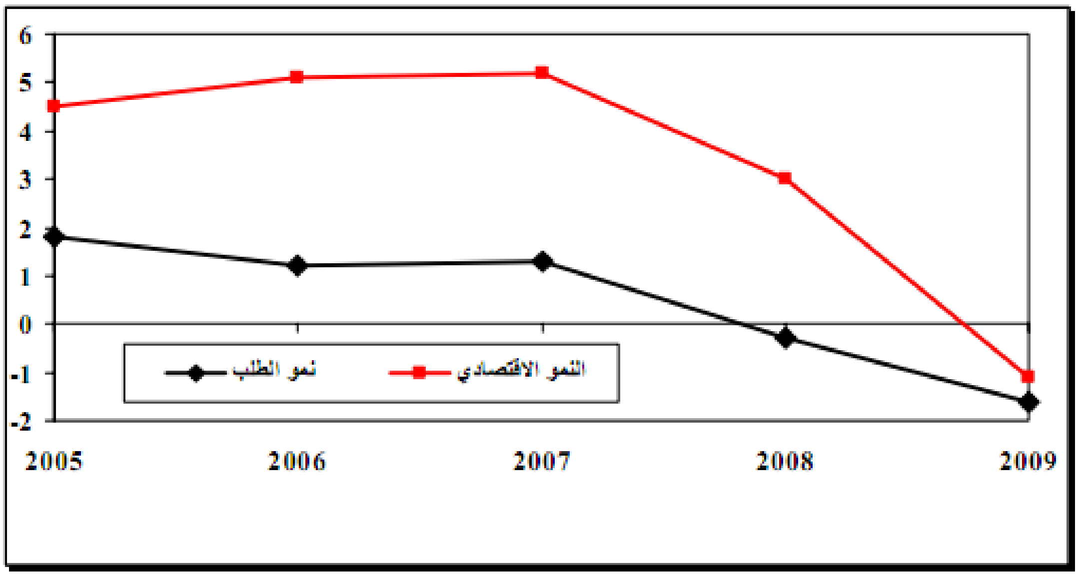
نتجت الأزمة المالية عن وجود اختلال في النظام المالي العالمي، لكن سرعان ما طالت هذه الأزمة القطاع الحقيقي مسببة جمودا وركودا في النشاط الاقتصادي على مستوى الدول ظهر جليا مع بداية سنة 2009 من خلال الانخفاض في مجمل المؤشرات الاقتصادية الحقيقية. ولم تكن لآثار هذه الأزمة شديدة الوطأة على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي نتيجة استفادة هذه الدول خلال السنوات الأخيرة من ارتفاع في أسعار النفط ومن ثم تكوين احتياطات استطاعت من خلالها مجابهة أزمة السيولة التي أعقبت الأزمة.

الفرع الأول: أثار الأزمة على النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي

ما من شك أن الأزمة المالية قد أثرت سلبا على معدلات نمو الاقتصاد العالمي حيث شهد تراجعا من 5,2% سنة 2007 إلى 3% سنة 2008 إلى -1,1% سنة 2009، وقد صاحب هذا الانحسار في النمو الاقتصادي العالمي تراجعا في نمو الطلب العالمي على النفط من 1,2% سنة 2007 إلى -0,1% سنة 2008 إلى - 1,6% سنة 2009[1]. وبلغة الأرقام انتقل مستوى الطلب على النفط من 85.7 مليون برميل يوميا سنة 2007 إلى 85.8 مليون برميل يوميا سنة 2008 إلى 84.3 مليون برميل يوميا سنة 2009 ليرتفع بعدها إلى 86.1 مليون برميل يوميا سنة 2010 بفعل الانفراج الاقتصادي الذي شهدته الدول الصناعية والناشئة حيث عرف معدل النمو الاقتصادي العالمي ارتفاعا وصل إلى 4,5%.

[1]- منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (أوابك)، تقرير الأمين العام السنوي، الأعداد:37،38،39 (الكويت: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول:2007،2008،2009).

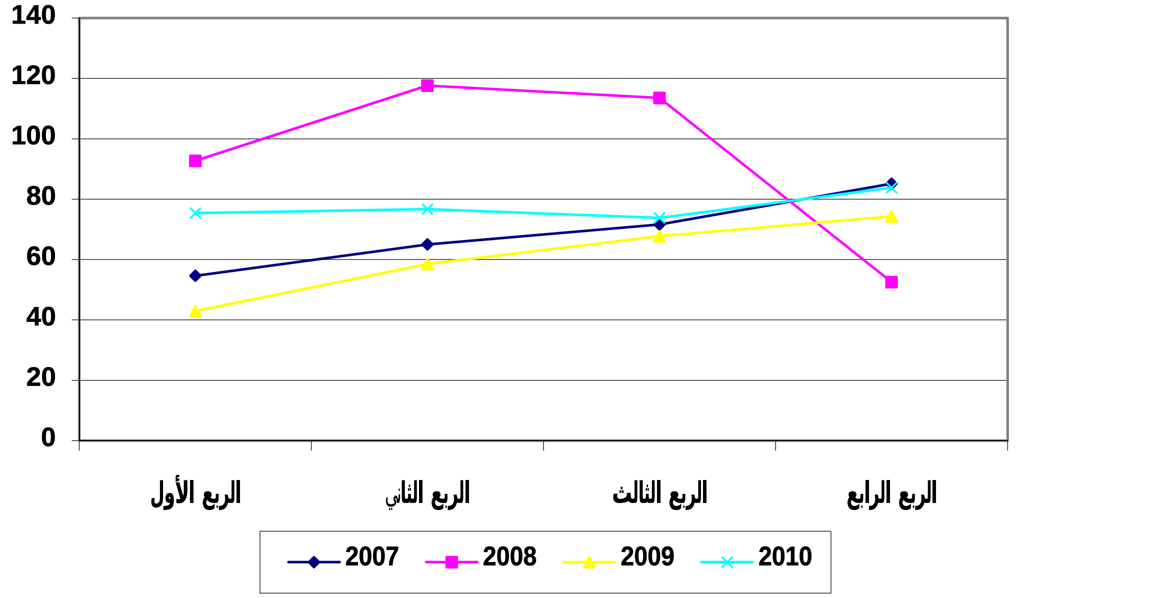
الشكل رقم 43: معدل النمو الاقتصادي العالمي ومعدل نمو الطلب العالمي على النفط للفترة 2005- 2009



المصدر: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، تقرير الأمين العام السادس والثلاثون، (الكويت: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، 2009).

وتبعا لما سبق، شهدت حركة أسعار النفط تذبذبات حادة وعنيفة في الأسواق الدولية على مدار سنتي 2008 و2009، حيث بلغ متوسط سعر سلة خامات أوبك 92.7 دولار للبرميل في الربع الأول من سنة 2008 لينتقل سعره إلى 117.6 دولار للبرميل في الربع الثاني ثم ينخفض إلى مستوى 113.5 دولار للبرميل في الربع الثالث، ليتهاوى بعدها إلى مستوى 52.5 دولار للبرميل في الربع الأخير من نفس السنة.

الشكل رقم 44: مستويات أسعار متوسط سلة خامات الأوبك في الفترة 2007- 2010



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، 342.

أثرت التغيرات الحاصلة في سوق النفطية العالمية على حجم الإنتاج النفطي لدول مجلس التعاون الخليجي التي باشرت، في إطار جهود منظمة الدول المصدرة للبترول لإعادة التوازن إلى السوق النفطية، إلى خفض إنتاجها بمقدار 1.24 مليون برميل يوميا سنة 2009 ما أدى إلى تراجع في الناتج المحلي الإجمالي النفطي من 5,3% سنة 2008 إلى – 5,4% سنة 2009 والذي انعكس بدوره سلبا على معدلات نمو اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي باعتبارها اقتصاديات ريعية تعتمد في نشاطها ونموها على مورد النفط، حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لدول مجلس التعاون من نحو 7% سنة 2008 إلى 0,4% سنة 2009. وقد سجلت كل من الكويت والإمارات العربية معدلات نمو حقيقية سالبة سنة 2009 بلغت -5,2% و- 3,20% على التوالي، وبلغ معدل النمو في السعودية 0,6% بعدما سجل 4,2% سنة 2008، وانخفض معدل النمو في البحرين من 6,30% سنة 2008 إلى 3,10% سنة 2009، وانخفض هذا المعدل من 25,40% في قطر سنة 2008 إلى 8,6% سنة 2009.

الفرع الثاني: أثار الأزمة المالية العالمية على المؤشرات الاقتصادية الأخرى؟

أثرت الأزمة المالية العالمية على عدة مفاصل اقتصادية في دول مجلس التعاون الاقتصادي كان منبتها انكماش الطلب العالمي والتراجع الحاد لأسعار النفط في الأسواق العالمية بداية من النصف الثاني من سنة 2008. وعلى اثر ذلك تقلصت الفوائض المالية لحكومات دول المجلس وانخفضت من 44759 مليون دولار سنة 2008 إلى 31240 مليون دولار سنة 2009، وسجلت كل من البحرين وعمان عجوزات في الميزانية الحكومية قدرت نسبتها - 5,4% و-0,1% من الناتج الداخلي الإجمالي على التوالي.

كما انخفضت الصادرات السلعية المكونة أساسا من النفط ومشتقاته وبعض المنتجات البتروكميائية على خلفية تراجع الطلب على النفط وهو ما انعكس سلبا على رصيد الميزان التجاري لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث انتقل رصيد الميزان التجاري في دولة الإمارات العربية من 62924 مليون دولار سنة 2008 إلى 42140 مليون دولار سنة 2009، وفي السعودية تراجع رصيد الميزان التجاري من 231648 مليون دولار إلى 107424 مليون دولار، وفي قطر تراجع الرصيد من 28477 مليون دولار إلى 21626 مليون دولار، وتراجع قيمة الرصيد في الكويت بشكل كبير بانتقاله من 64073 مليون دولار إلى 33235 مليون دولار، وفي المملكة البحرين انخفض الرصيد من 3244 مليون دولار إلى 2438 مليون دولار، واتسعت رقعة الفائض في سلطنة عمان ببلوغه مستوى 9188 مليون دولار سنة 2009 بعدما تجاوز 17000 مليون دولار سنة 2008[1].

وتعتبر قطاعات الاستثمار والتأمين والصناعة من أكثر القطاعات تأثرا بالأزمة المالية حيث انخفضت ربحية قطاع الاستثمار والتأمين بـ 87,9% متراجعا من 6.8 مليار دولار سنة 2007 إلى 826 مليار دولار سنة 2008، وانخفضت ربحية قطاع الصناعة بـ 40% إذ انخفضت ربحيته من 5.6 مليار دولار سنة 2007 إلى 3.3 مليار دولار سنة 2008[2].كما يعد قطاع العقارات من أكثر القطاعات تأثرا بالأزمة المالية في دول المجلس بدخوله مرحلة ركود بفعل انخفاض الطلب المحلي على العقارات وقلة حركة الوافدين إلى المنطقة، فدبي مثلا أوقفت مشاريع عقارية قدرت قيمتها بنحو 300 مليار دولار. وعلى اثر ذلك، وسارعت المحافظ الاستثمارية من خلال ذلك إلى التخلص من استثماراتها في هذا القطاع نتيجة انخفاض أسعار العقارات. وهكذا انخفض معدل نمو قطاع التشييد والبناء بدول مجلس التعاون الخليجي بشكل كبير وانتقل من 30,02% سنة 2007 إلى23,07% سنة 2008 إلى-5,35% سنة 2009. كما انخفض معدل نمو قطاع الأنشطة العقارية وخدمات الأعمال وبلغ قيمة سالبة قدرت بـ -6,63% سنة 2009 بعدما بلغ نسبة نمو 10,28% سنة 2008 و29,17% سنة 2007.

---

[1]- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، 394.

[2]- تقرير بيت الاستثمار العالمي، مرجع سبق ذكره.

الجدول رقم 37: أداء القطاعات في دول مجلس التعاون الخليجي سنة 2008

القطاع	2008	2007	نسبة التغير
البنوك	17.8	18.2	-2.1%
الاستثمار والتأمين	0.8	6.8	-87.9
الاتصالات	8.5	7.7	9.6
الخدمات	2.3	3.5	-34.2
البتروكيماويات والطاقة	8.5	9.4	-9.4
الصناعة	3.3	5.6	-40.0
العقار	4.3	5.7	-32.5

المصدر: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية لسنتي 2007 و2008.

وقد صاحب الاضطرابات الحاصلة في الأسواق المالية ومنها الأسواق الخليجية هروب رؤوس الأموال المضاربة إلى الخارج والبحث عن أصول آمنة للاستثمار فيها ما أوجد وضعا يصعب معه الحصول على القروض والتسهيلات الائتمانية، الأمر الذي أدى بدول الخليج إلى تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الكبرى فيها. إضافة إلى أن العديد من القروض المستحقة للمؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة كانت هي أيضا بحاجة إلى إعادة تمويل ما أدى إلى تعرض عدد من شركات القطاع العام والخاص إلى إعادة جدولة ديونها بتكلفة أعلى كما حصل في أزمة دبي العالمية. ونتج عن هذا كله تراجع الاستثمارات في مجال العقارات والإنشاءات الكبرى حيث تفيد التقارير أن المشاريع التي تم تجميدها أو تأجيلها في دول مجلس التعاون بلغت قيمتها 575 مليار دولار أمريكي في نهاية سنة 2009[1]، وهذا ما أثر على قطاع العمالة الأجنبية الوافدة إلى دول المجلس حيث تشير التقارير إلى انخفاض العمالة الأجنبية الوافدة إلى دول الخليج بمعدل 30% سنة 2009[2].

المطلب الثالث: التدابير المتخذة للتقليل من أثار الأزمة في دول مجلس التعاون الخليجي

هرعت الدول الرأسمالية وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى تبني خطط إنقاذ عاجلة لمواجهة أثار الأزمة المالية العالمية في دعوة صارخة وواضحة للتمرد على الأفكار الاقتصادية الليبرالية التي أوصلت الوضع الاقتصادي العالمي إلى ما هو عليه اليوم، وإيذانا بفشل قوى السوق في ترتيب الأوضاع الاقتصادية وضبط

[1]- جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، (أبو ظبي: صندوق النقد العربي، 2011)، 08.

[2]- كريستينا برنيت وآخرون، أثار الأزمة المالية والاقتصادية على البلدان العربية: أفكار بشأن استجابة سياسات الاستخدام والحماية الاجتماعية، (بيروت: منظمة العمل الدولية، 2009)، 13-14.

الإيقاع التوازني في ظل ظروف عالية المخاطر نتيجة انتشار التعامل بالمشتقات المالية وعدوى أزمات الأسواق المالية العالمية. ومنذ أن قرعت الأزمة طبولها باشرت الدول المعنية بالأزمة بتبني سياسات مالية ونقدية توسعية الرامية إلى خفض سعر الفائدة لتسهيل عمليات الاقتراض وتشجيع الاستثمار، وإقرار حزم من الحوافز المالية والضريبية لإنعاش الاقتصاد وتجنيب الشركات من الوقوع في حالات الإفلاس وخاصة تلك التي تنتمي إلى القطاعات الأكثر تضررا من الأزمة كقطاعي العقارات والمؤسسات المالية. وفي هذا السياق، قامت الدول الرأسمالية بضخ ما يقارب 3.5 تريليون دولار في نظامها المالي حتى نهاية 2009 لشراء أسهم المؤسسات المالية المتعثرة، أو ما يعرف بالأصول السامة، وتوفير السيولة لضمان بقاء عمل المصارف[1].

ولم تكن عواقب الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي شديدة الوطأة كتلك المشاهدة في الأقاليم الأخرى، حيث لم تتأثر البنوك الخليجية بشكل كبير ومباشر بالأزمة المالية بسبب تركيز نشاطها على السوق المحلية التي اتسمت بزيادة الطلب على الاقتراض، ومحدودية تعاملاتها بالأوراق المالية المهيكلة التي أصدرتها البنوك العالمية وضعف ارتباطها المباشر بالأسواق المالية العالمية[2]. وقد ساهم في ذلك احتفاظ القطاع المصرفي في جميع دول مجلس التعاون الخليجي بمعدلات عالية لكفاية رؤوس الأموال قبل وخلال الأزمة، ومن لم تؤثر نسبة القروض المتعثرة إلى إجمالي القروض* على النتائج المالية للقطاع المصرفي.

---

[1]- سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، 81.

[2]- هنري عزام، الأزمة الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، مرجع سبق ذكره، 15.

* عرفت هذه النسبة أكبر قيمة لها في الكويت إذ انتقلت من 2.3% سنة 2007 إلى 8.1% سنة 2010، وانتقلت من 1.7% إلى 3% في السعودية، وانتقلت من 0.8% إلى 1.5% في قطر، ومن 1.1% إلى 4.5% في الإمارات، ومن 1.6% إلى 5.6% في البحرين، ومن 1.8% إلى 3.5% في سلطنة عمان.

الجدول رقم 38: مؤشرات أداء وسلامة القطاع المصرفي في دول مجلس التعاون الخليجي سنتي 2007 و2009

	معدل كفاية راس المال		نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض		نسبة المخصصات إلى إجمالي القروض غير المنتجة		معدل العائد على الأصول		معدل العائد على حقوق المساهمين	
	2007	2009	2007	2009	2007	2009	2007	2009	2007	2009
الإمارات	14	18.6	2.9	4.6	100	79	2	1.5	22	12.1
البحرين	21	19.6	2.3	3.9	74	-	1.2	1.2	18.4	10.6
السعودية	20.6	16.5	2.1	3.3	142.9	89.8	2.8	1.9	22.3	13.7
عمان	15.9	15.5	3.2	2.8	111.8	113.8	2.1	2.2	14.3	14.2
قطر	13.5	16.1	1.5	1.7	90.7	84.5	2	2.3	25.5	19.9
الكويت	18.5	18.9	3.2	9.7	77	51.1	3.2	0.8	25	6.5

المصدر: جمال الدين زروق، مرجع سابق، 11.

غير أن بوادر انهيار البنوك الخليجية وزيادة خسائرها في أولى مراحل الأزمة كانت رسالة واضحة لحكومات دول مجلس التعاون الخليجي للتدخل لبسط الاستقرار المالي في نظمها المالية. ونذكر في هذا الإطار، أن "بنك الخليج الدولي" الذي تشارك في رأس ماله دول مجلس التعاون الخليجي مني بخسائر بلغت 800 مليون دولار، وأقرت "مؤسسة الخليج للاستثمار" عن خسائر وصلت إلى 246 مليون دولار، وسجلت "المؤسسة العربية المصرفية" خسائر بـ 750 مليون دولار، وبلغت خسائر شركة "شعاع كابيتال" 78 مليون درهم اماراتي، وخسر "بنك الخليج الكويتي" في مجال المتاجرة بالمشتقات المالية ما قيمته مليار دولار، والخسائر التي منيت بها مجموعتي "السعد والقصيبي" السعوديتين بديون متعثرة قدرت بـ 15 مليار دولار والتي تتشابك فيها مجموعة من المصارف السعودية والعربية[1].

وفي هذا السياق، اتخذت دول مجلس التعاون الخليجي مجموعة من الإجراءات والتدابير استهدفت ضمان سلامة القطاع المصرفي وتوفير الضمانات اللازمة لإنعاش المعاملات المالية بين البنوك ودعم السيولة في السوق. من بين هذه التدابير نذكر ما يلي[2]:

---

[1] - فيصل محمد احمد الكندري، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاعات الاستثمار، (الإسكندرية: منشأة المعارف،2009)، 105-108.

[2] - عدلي شحادة قندح، الأزمة المالية العالمية: الجذور- الأسباب- الآثار- وخطط الإنقاذ، (عمان: جمعية البنوك في الأردن، 2009)، 58-65، محمد احمد حمور، خطط الإنقاذ المباشرة ومدى جدواها في علاج الأزمة وآثارها، في: الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، تحرير: خالد أمين عبد الله ومحمد أحمد صقر، (الأردن: مركز دراسات الشرق الأوسط، 2009)، 110-111.

– دعم وحماية النظام المصرفي لدول المجلس، وذلك من خلال ضخ السيولة الكافية للحفاظ على سلامة البنوك والخشية من فقدان الثقة بين المتعاملين. فقامت حكومة دولة الإمارات بضخ مبلغ قيمته 120 مليار درهم إماراتي على دفعتين، الأولى من خلال وضع البنك المركزي مبلغ 50 مليار درهم كتسهيلات لفائدة البنوك المحلية تستخدمها وقت الحاجة إليها، والثانية من تحويل الحكومة لمبلغ 70 مليار درهم لوزارة المالية وتكليف البنك المركزي بوضع الأدوات المناسبة لاستخدامها لتوفير الاستقرار في الجهاز المصرفي. وفي ذات الشأن، قامت حكومة البحرين بضخ 50 مليون دولار في بنوكها، وخصص البنك المركزي العماني زهاء 2 مليار دولار في بنوكه المحلية بهدف توفير السيولة الدولارية.وأعلنت الحكومة الكويتية استثمار 1.5 مليار دولار من أصول صندوقها السيادي في بورصة الكويت لتعزيز الثقة والسيولة بها، واتخذت مؤسسة النقد العربي السعودي قرارا يتضمن سحب ما يعادل 26.2 مليار ريال من ودائعها بالخارج وضخها في البنوك المحلية كخطوة لدعم الاستقرار بها، وفي قطر أقدمت هيئة الاستثمار على شراء ما نسبته 10 إلى 20% من رأس مال البنوك المدرجة في بورصة قطر في ضوء تراجع مؤشرات البورصة أثناء الأزمة.

– تخفيض معدلات الفائدة على القروض لتشجيع الاستثمار وإنعاش الاقتصاد، حيث بادرت حكومات دول مجلس التعاون إلى خفض معدلات الفائدة أسوة بالولايات المتحدة الأمريكية لارتباط عملاتا بالدولار الأمريكي. فقام البنك المركزي البحريني بخفض أسعار الفائدة الرئيسية ليصل سعر فائدة إقراضه إلى 2,75%، وسعر فائدة ودائع لأسبوع إلى 0,75%، وسعر فائدة وديعة ليلة واحدة إلى 0,25%. كما قرر البنك المركزي الكويتي خفض مؤشر سعر فائدة إعادة الخصم ليصل إلى 3,5%. وقامت مؤسسة النقد السعودية خلال سنتي 2008 و2009 بتخفيض سعر الريبو خمس مرات منفصلة من 4 إلى 2%. في حين قرر البنك المركزي العماني خفض معدل الريبو من 2,42% إلى 1,53%.

– قيام البنوك المركزية، بموازاة تراجع معدلات التضخم، بخفض نسبة الاحتياطي القانوني على البنوك التجارية لدفع نشاط البنوك، حيث أقدم البنك المركزي البحريني بتعديل نسبة الاحتياطي القانوني من 7% إلى 5%، وقام البنك المركزي العماني بتخفيضها من 8% إلى 5% مما سمح بضخ 779 مليون دولار في الاقتصاد، وقامت مؤسسة النقد السعودية بتخفيض هذه النسبة من 13% إلى 7% على مرحلتين منفصلتين.

– تدخل حكومات دول المجلس لدعم البورصات المحلية من الانهيار وجلب ثقة المستثمرين إليها، حيث لجأت الحكومة العمانية إلى إنشاء صندوق بقيمة 390 مليون دولار كصانع سوق للمساهمة في استقرار البورصة ودعمها. وقامت الحكومة القطرية بشراء ما قيمته 1.79 مليار دولار من المحافظ الاستثمارية،

وقامت الهيئة الاستثمارية الكويتية بضخ 1.5 مليار دينار كويتي في سوق الأسهم المحلية لتمكين الاستقرار في البورصة المحلية.

الجدول رقم 39: التدابير المتخذة لدعم القطاع المصرفي والتقليل من أثار الأزمة المالية العالمية في دول مجلس التعاون الخليجي

	ضمان الودائع المصرفية	توفير السيولة من البنك المركزي	وضع ودائع حكومية لأجل الطويل	ضخ في راس مال البنوك	شراء المحافظ المالية للبنوك	شراء أسهم المصارف	تيسير السياسة النقدية
الإمارات	✓	✓	✓	✓			✓
البحرين		✓	✓				✓
السعودية	✓	✓	✓				✓
عمان		✓	✓			✓	✓
قطر	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
الكويت	✓	✓	✓	✓		✓	✓

المصدر: جمال الدين زروق، مرجع سبق ذكره، 12.

وبالرغم من هذه الجهود، فان مستوى التراجع الاقتصادي تجلى في تأخير وتأجيل بعض المشاريع الاقتصادية خاصة في مجال البناء والتشييد والعقارات. وفي الوقت الذي شاهدنا فيه أن عمليات دعم وإنقاذ الشركات في الدول المتقدمة كانت متواضعة مقارنة مع الخسائر التي تكبدتها، فان دول مجلس التعاون الخليجي استطاعت من تجاوز المرحلة الحرجة بنجاح وأن تلجم بعضا من الآثار الخطيرة للازمة المالية على اقتصادياتها نتيجة توفر سيولة كافية في خزائنها، وذلك بسبب الفوائض المالية الكبيرة المتراكمة خلال سنوات الطفرة النفطية الثالثة حيث بلغت فوائض ميزانيات دول المجلس لسنة 2006 ما نسبته 30% من إجمالي نواتجها المحلية، وانخفضت حجم مديونيتها الخارجية إلى اقل من 30% من نواتجها المحلية حسب تقديرات "جي بي مورجان". وهذا ما جعل البنك الدولي يستبشر خيرا بقدرات دول مجلس التعاون الخليجي خلال مرحلة ما بعد الأزمة، حيث صرح أنها سوف تحقق تعافيا أسرع من نظيراتها الأوروبية وأن النمو فيها سيبلغ 3.2% سنة 2010 ونحو 4,1% خلال 2011، وأنها سوف تتمكن من إعادة بناء أرصدة احتياطاتها الدولية لأكثر من 100 مليار دولار، وسوف يتعزز رصيدها المالي ليشكل 14,5% من ناتجها المحلي في 2011 بدلا من 11% سنة 2010.

خلاصة الفصل الرابع

شكلت الأزمة المالية العالمية إيذانا بقرع طبول مرحلة حاسمة في تاريخ النظام المالي العالمي الذي اعتمد منذ عقود خلت على حرية حركة رؤوس الأموال وفتح الأسواق المالية الوطنية أمام الأجانب تحت شعار خدمة التنمية المحلية وإمداد المشاريع الاقتصادية بالتمويل اللازم ونقل التكنولوجيا.لقد كانت الأزمة تعبيرا عن طبيعة النظام الرأسمالي القائم على المضاربات والمراهنات والمقامرات في الأسواق المالية خاصة بعد ابتكار المشتقات المالية والتوسع في التعامل بها وبيع الديون وربط الأسواق المالية فيما بينها في ظل الترابط الالكتروني للأسواق وغياب الرقابة الحكومية.

إن تشبيه الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي سنة 2008 بأزمة الكساد الكبير سنة 1929 لها ما يبررها من الناحية الاقتصادية لتشابه ملامح نتائجها وفداحة عواقبها، لقد أحدثت هذه الأزمة ركودا اقتصاديا ضرب اقتصاديات الدول الصناعية وسرعان ما لحق بالدول الخليجية، التي كان أثر الأزمة عليها غير مباشرا لعدم أو قلة استثماراتها المالية بالأسواق المالية العالمية لذا تنحصر تداعيات الأزمة عليها في انخفاض أسعار النفط وانخفاض التدفقات الخارجية نحوها. وكما يقال رب ضارة نافعة، قد تستفيد دول مجلس التعاون الخليجي من الأزمة المالية في إعادة النظر في استراتيجياتها الاستثمارية وتوثيق وتعزيز العمل الخليجي المشترك من حيث تنويع القاعدة الاستثمارية التي تبقي حاليا رهينة البترول ومشتقاته، ودعم الصناعات الواعدة سيما ما تعلق منها بالصناعات التحويلية وايلاء أهمية بالغة بالعنصر البشري والتنمية البشرية في ظل توافر موارد مالية في ميزانيات هذه الدول.

الخاتمة العامة

تشير النظريات الاقتصادية أن نجاح أي نظام اقتصادي إنما يتوقف على مدى ما تحققه من تنمية اقتصادية، وبينما السبيل إلى ذلك يتجسد من خلال مجموعة من الآليات تختلف باختلاف المشارب الفكرية فان الواقع الاقتصادي يكشف أن أغلب التجارب التي اعتمدت على التخطيط المركزي أخفقت في إحداث التنمية والتقدم المنشود، ومن ثم تبوأت فكرة تحقيق التنمية من خلال الاعتماد على آليات السوق أهمية بالغة في رسم السياسات الاقتصادية للدول الصناعية والنامية على حد سواء. وتعد سوق الأوراق المالية من أهم آليات تحويل الموارد المالية بين الوحدات التي تسجل فوائض مالية والأخرى التي تحقق عجوزات مالية مما يسهم في تعزيز عملية التنمية الاقتصادية.

وفي سياق الاعتماد على حرية الأسواق والمعاملات انتقل الاقتصاد العالمي من مشهد إلى مشهد، مع ثبات المعتقد، فمن الرأسمالية التجارية حيث ثروة الأمة ما تملكه من معادن نفيسة من طريق التجارة الخارجية واحتلال الأقاليم، إلى الرأسمالية الإنتاجية حيث ثروة الأمة ما تنتجه من سلع وخدمات من خلال الشركات متعدية الجنسيات واحتكار عوائد عوامل الإنتاج، إلى الرأسمالية المالية أين المال يولد المال من دون مروره بالعملية الإنتاجية من خلال انتقاله عبر شاشات الحواسيب والبنوك العالمية والأسواق المالية.

لقد سمحت عملية إزالة القيود التنظيمية من الأسواق المالية واستفادة هذه الأسواق أكثر من غيرها من التطور التكنولوجي الهائل إلى بروز مرحلة جديدة طبعت النظام الرأسمالي ألا وهي مرحلة العولمة المالية والتي شهدت كثافة كبيرة في انتقال رؤوس الأموال وتركزها وسرعة انتقالها خاصة تلك التدفقات المتعلقة بالأمد القصير أو ما يعرف بالأموال الساخنة. وأصبح واضحا في هذه المرحلة زيادة درجة اندماج المصارف وتركز الأنشطة المصرفية في عدد صغير من المؤسسات المالية الكبيرة، وحصول تحول في نمط التمويل من الاعتماد على الودائع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على أسواق رؤوس الأموال، ومن الإقراض إلى التداول. وهكذا عرفت أسواق الأوراق المالية نشاطا غير مألوفا مطبوعا بزيادة القيم السوقية للأسواق المنظمة وضخامة أحجام تداولها واستحداث الكثير من الأدوات المالية لتغطية المخاطر التي أضحت سمة الأسواق في مرحلة العولمة المالية.

هذا النشاط المكثف لم يكن محصلة لمخرجات القطاع الحقيقي ولم يستند في كثير من الأحيان إلى العوامل الاقتصادية الموضوعية ذات الصلة بواقع الاقتصاد الحقيقي، وإنما أصبحت أسواق الأوراق المالية غاية للثراء وطريقا لكسب الرهانات وتحقيق الأرباح الخيالية على حساب صغار المستثمرين، تحكمها مجموعة من السلوكيات والمظاهر غير الأخلاقية وغير القانونية التي استشرت خلال العقود القليلة الماضية وحادت بالأسواق من وظيفتها الأساسية ألا وهي تمويل الاقتصاد إلى وظيفة إفقار الاقتصاد. ويستند هذا التحليل إلى كثرة الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ أربعة عقود الماضية والتي كانت شرارة انطلاقتها أسواق الأوراق المالية.

كما طفق على مسرح الأحداث المالية العالمية زيادة نشاط السوق الموازي الذي لا يخضع إلى حد كبير للمعايير التنظيمية خاصة في الدول المتقدمة، فبحلول سنة 2008 كانت موجودات السوق يناهز ضعف خصوم القطاع المصرفي، واستقطب العديد من المؤسسات المالية وحولت العديد من البنوك التجارية توظيفاتها إلى هذه السوق ما زاد من حمى المضاربات والمقامرات وانتقلت عدواها إلى الأسواق المنظمة.

وعلى اثر ذلك، لم تعد أسواق الأوراق المالية تحتمي بالتنظيمات والقواعد التي تضعها الهيئات المشرفة على الإصدار والتداول، وإنما أصبحت أداة بيد المضاربين والمحترفين لكسب المزيد من الأموال ووسيلة ضغط تستخدمها بعض الجهات على الشركات والدول لتنفيذ أجندتها والمساومة على مصالحها. وهكذا خرجت هذه الأسواق شيئا ما من حسابات الاقتصاد والتنمية وترنحت إلى حسابات سياسية وأمنية وممارسات لم تعهدها هذه الأسواق من قبل كزيادة عدد الشركات الوهمية المدرجة في البورصات المالية، وتداول أسهم الشركات قبل عملية تأسيسها، والإفصاح عن المعلومات والنتائج بشكل مكذوب كما هو الحال في قضية شركة "انرون"، وتسريب المعلومات الداخلية قبل الإعلان عنها للعامة والتلاعب بالمصالح ونشر الإشاعات... وهذا ما حذا بالشركات الإنتاجية إلى التمول من الجهاز المصرفي رغم ارتفاع تكلفته مقارنة بطرح الأوراق المالية كنتيجة أساسية لمشكلة إساءة التسعير التي أضحت سمة أسواق الأوراق المالية، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

لقد قطعت دول مجلس التعاون الخليجي، في خضم التحولات الحاصلة في الاقتصاد العالمي، شوطا كبيرا في إصلاح وتحرير قطاعها المصرفي، وشهدت جهودا حثيثة لتطوير أسواق أوراقها المالية وجعلها أكثر حداثة ومنافسة للأسواق الإقليمية من خلال تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية والمؤسسية بغرض تعزيز ثقة المستثمر بها. وانعكس ذلك في تحسن مؤشراتها الكمية والنوعية وزيادة الوعي الاستثماري والارتقاء بمطالب التعاون والاندماج اقتصاديا وماليا من خلال السعي لإقامة التكامل النقدي وإصدار العملة الخليجية الموحدة، والتفكير جديا في إقامة سوق مالية موحدة. غير أن هذه الجهود في كثير من الأحيان لم تصل إلى غاياتها بسبب وجود مجموعة من المعوقات والعقبات التي تحول دون ايلاء أسواق الأوراق المالية الخليجية مكانتها ودورها الارتكازي في عملية التنمية الاقتصادية.

وفي خضم تحليلنا لفصول الدراسة، توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن بلورتها في النقاط التالية:

- تحقق سوق الأوراق المالية وظيفة أساسية والمتمثلة في تمويل الأنشطة الاقتصادية على المدى البعيد، وهي تتضمن مجموعة من الأسواق الفرعية المتكاملة كل منها ذات أهداف ومهام معينة. وتعد السوق الأولية من أهم مكونات سوق الأوراق المالية فائدة للاقتصاد الحقيقي لإمدادها المباشر بالاحتياجات المالية ومساهمتها في رفع الوتيرة الإنتاجية، في حين تعد سوق التداول سوقا مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية وتحديد

أسعارها بناءا على المعرفة والعدالة. وتبين لنا من خلال الفصل الأول بشيء من التفصيل أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي ما يجعلنا نؤكد صحة الفرضية الأولى.

- أبانت العولمة المالية على مفارقة هامة، وهي: المالية تعمل ضد الاقتصاد، ففي الوقت الذي تضخمت فيه الأسواق المالية للازم متنامية من الأموال وبالتنوع المضطرد للمتعاملين والأدوات والتوسع في المبادلات المالية، ترتفع البطالة ويتراجع الاستثمار المنتج ويستقر أو يتدهور النمو الاقتصادي. وما يؤكد هذا الاتجاه أنه مقابل تبادل دولار واحد في الأنشطة التجارية الدولية يتم تبادل 83 دولار في أسواق الصرف.
- ضعف الطاقة الاستيعابية لاقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي ومحدودية القاعدة الإنتاجية وانحصار النشاط الاقتصادي في قطاعات معينة وهما قطاع النفط وقطاع الخدمات المالية وهذا ما لا يساعد على تطوير وتنمية أداء هذه الأسواق التي تتطلب توفر قاعدة إنتاجية عريضة قادرة على استيعاب السيولة الفائضة المتأتية من ارتفاع المداخيل النفطية. هذه الوضعية في الحقيقة تسهم في إعاقة السوق المنظمة في القيام بمهامها من وجهين، يتمثل الوجه الأول في حصول تنافس على عدد محدود من الأوراق المالية المعروضة ما يرفع من قيمتها السوقية ويتعلق الوجه الثاني بتغذية نشاط المضاربة في ظل غياب البدائل الاستثمارية الشيء الذي يحدث خللا في التقييم العادل للأوراق المالية في الأسواق الخليجية وهذا ما يجعل أسواق الأوراق المالية الخليجية تترنح بين فقاعات سعرية وتصحيحات سعرية. وهذا ما بدا واضحا في الطفرة السعرية التي شملت البورصات الخليجية في الفترة 2002- 2005 وما استتبع من حدوث كبوة في نشاطها، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي حديثة النشأة نسبيا غير أنها تعد من أهم أسواق الدول العربية والنامية نشاطا باحتلالها مراتب متقدمة في تصنيف الوكالات المختصة بتقييم نشاط الأسواق المالية وهذا يوحي باهتمام بالغ توليه السلطات الحكومية الخليجية لتطوير هذه الأسواق سواء من الناحية التشريعية أو التنظيمية أو الفنية. إلا أن هذه الأسواق ذات إسهام ضعيف وهامشي في عملية تمويل التنمية الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي حيث بلغ متوسط معدل تعبئة المدخرات عن طريق أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي 6,60% من مجموع المدخرات سنة 2007، وهذا ما يعطي انطباعا أن الاقتصاديات الخليجية لا زالت تعتمد بشكل كبير على التمويل المصرفي في تدبير الاحتياجات المالية بسبب توفر السيولة المتأتية من المداخيل النفطية من جهة، وعمومية المصارف والمؤسسات المالية من جهة أخرى. وهذا ما ينفي صحة الفرضية الرابعة.
- اتصاف أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بالضيق وعدم العمق نتيجة محدودية نوع وعدد الأدوات المالية المتداولة وكمحصلة لعدم تنوع القاعدة الإنتاجية وانتشار الشركات العائلية، ما يجعل التعامل في هذه الأسواق محصورا على نوعية محددة من النشاطات والمتمثلة في النشاطات الاستخراجية في

الدول التي تمتلك النفط والغاز (السعودية، الكويت، أبو ظبي وقطر) ، والخدمات المالية في الدول الأقل اعتمادا على النفط (دبي، عمان والبحرين) وهذا ما يجعل من أسواق الأوراق المالية الخليجية غير عاكسة لواقع الاقتصاديات الخليجية.

- لا تزال نسبة ملكية الحكومة في أسواق الأوراق المالية الخليجية مرتفعة مقارنة بنسبة ملكية الأفراد والمستثمر المؤسسي وهذا ما يرسل إشارات غير مطمئنة للمستثمرين في ولوج هذه الأسواق، حيث أثبتت التجارب أن إعطاء القطاع الخاص دورا قياديا في إدارة النشاط من شأنه الرفع من ربحية الشركات معتمدا على تنمية قدرتها التنافسية من دون تدخل الحكومة.
- غياب الحلقة الإعلامية والتوعية الاستثمارية للمواطن الخليجي الذي يتخذ من المضاربة وإتباع سلوك القطيع حيزا كبيرا في بناء قراراته الاستثمارية. ومرد هذا السلوك إلى:
  - انشغال السلطات المالية المحلية عن تكثيف برامج التوعية سواء أكانت مسموعة أو مصورة واقتصارها في طبع بعض الكتيبات التي لا تستجلب أنظار المستثمرين الخليجيين.
  - الاهتمام الفائق بسوق التداول وعدم التركيز على أهمية السوق الأولية التي على أساسها يتم الحكم على مدى قدرة أسواق الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد من حيث إنشاء المشاريع الجديدة وإدارة عمليات الاكتتاب وجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع النافعة وهذا ما يرسخ ثقافة المشاركة ويربط مصير الأفراد والمؤسسات بمستقبل الاقتصاد وتوجهاته، في حين أن التركيز على سوق التداول يحول ثقافة التوظيف من الاستثمار إلى المضاربة ويولد هوسا أو هستيريا المضاربة لدى المستثمرين الخليجيين.
  - إنشاء أسواق الأوراق المالية الخليجية وتنظيم التعامل بها يرجع جزءا كبيرا منه إلى محاكاة النموذج الغربي، وهذا ما يتنافى مع طبيعة المجتمعات الخليجية وأعرافها ومعتقداتها ومع درجة التقدم الحاصل في البنيان الاقتصادي الغربي مقارنة بالبنيان الخليجي. فالأسواق المالية الغربية هي امتداد للتطور الطبيعي في ظروف وواقع الاقتصاد الصناعي المتقدم القائم على قاعدة إنتاجية واسعة زادت من حجم السوق الأولية وربطتها بالسوق الثانوية، وأي ممارسات خاطئة ناتجة من السوق الثانوية فان الاقتصاد المتقدم يملك إلى حد ما من الآليات التي تمتص من قدر هذه الصدمات، في حين أن الاقتصاديات الخليجية لم ترقى إلى هذا المستوى.
- مثلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 منعطفا هاما في مسيرة الاقتصاد العالمي ما طرح أكثر من تصور ورؤية حول شكل النظام الاقتصادي البديل وأطره الفلسفية التي ستحكمه خلال الفترة المقبلة. ولعل أن الاستنفار الدولي لمواجهة هذه الأزمة كشف النقاب عن حقيقة أساسية، وهي: خصوصية هذه الأزمة كونها تختلف عن كل الأزمات المالية السابقة باعتبارها أزمة تتعلق بالمشتقات المالية واستفحلت نتيجة

التوسع في عملية بيع الديون أو ما يعرف بتقنية التسنيد أو التوريق. وتجلت تداعيات الأزمة في إفلاس العديد من الشركات المالية العملاقة وضياع الكثير من ثروات الأفراد، وتهاوي النشاط الاقتصادي وحصول كساد على نطاق واسع في العالم ما تطلب الأمر الاستنجاد بأفكار كينز وتدخل الدولة في إنقاذ ما يمكن إنقاذه من خلال شراء ديون الشركات المتعثرة وشراء المصارف الخاصة وتخفيض معدلات الفائدة.

- تبين أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 قد أثرت على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي بحكم الروابط التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي سواء من ناحية تأثر المصارف المحلية والاستثمارات الرسمية ومن خلال انخفاض المداخيل النفطية وهذا ما أحدث ردود فعل قوية على أسواق الأوراق المالية الخليجية، حيث تبين أن هذه الأزمة أدت إلى خسائر كبيرة تفوق كثيرا ما حققته وكسبته دول المجلس نتيجة ارتفاع أسعار النفط في السنوات التي سبقت الأزمة من خلال تسريح أعداد كبيرة من العمال والموظفين حيث تجاوز عددهم 100 ألف شخص، وتخفيض الرواتب والأجور بنسبة 30 إلى 50بالمائة. غير أن تأثير الأزمة على دول مجلس التعاون الخليجي كان محدودا مقارنة بالدول الأخرى سواء في المجال المالي أو الحقيقي، ويرجع ذلك إلى عاملين أساسيين: أما الأول فيتمثل في توافر فوائض مالية في ميزانيات هذه الدول خلال السنوات السبعة التي سبقت الأزمة، أما العامل الثاني فمرتبط بتدني استثمارات المصارف والمؤسسات الخليجية في الأسواق المالية العالمية. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الخامسة. غير أن هذه الأزمة كشفت عن ميزتين تتحلى بهما أسواق الأوراق المالية الخليجية، وهما:
  - ضعف هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات المالية الأجنبية على الرغم من ضعف ارتباطها بالأسواق المتقدمة والناشئة وهذا ما يشكل من الناحية النظرية دافعا هاما لاستقطاب الأموال الهاربة من الأسواق المتوترة. ونجد لهذا تفسيرا في تشدد التشريعات الخليجية لتوظيف الأموال الأجنبية في أسواقها سواء من حيث تحديد نسبة التوظيف أو الاستثمار من خلال المتعامل المحلي ما عدا دولتي الكويت وعمان.
  - تباطؤ هذه الأسواق في تغطية وتعويض الخسائر المحققة مقارنة بالأسواق الأكثر تضررا منها بالأزمة وهذا ما يفسر طبيعة نفسية المستثمر الخليجي المتسمة بالتريث والترقب وعدم الاندفاع والانتفاع من حالات السوق.

وعلى ضوء النتائج السابقة للدراسة، يقترح الباحث مجموعة من التوصيات التي من شأنها تعزيز مكانة أسواق الأوراق المالية في تعزيز اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي وحماية ثروات الأفراد والمؤسسات من الضياع ووهم الثراء.

– العمل على إنشاء قاعدة إنتاجية متنوعة وعريضة من خلال توطين وتوظيف المداخيل النفطية في مباشرة مشاريع اقتصادية محلية قادرة على تحقيق معدلات نمو مرتفعة تدفع نحو تعزيز الأمن الاقتصادي وتكسر تبعية

الاقتصاديات الخليجية للعالم الخارجي، وطرحها للاكتتاب العام ما يوفر قنوات استثمارية قادرة على استيعاب السيولة المتنامية المتأتية من ارتفاع المداخيل النفطية ويعزز من ثقة المستثمرين في الاقتصاديات الخليجية.

– ايلاء أهمية لسوق الإصدار باعتباره سوقا حقيقية تزود المشاريع والشركات بالتمويل اللازم على المدى الطويل من خلال اختصار إجراءات الإصدار والاكتتابات العامة، وإحداث آليات ذات مرونة في إقناع الشركات العائلية على طرح أسهمها للاكتتاب العام والتوسع في استثماراتها بإصدار أوراق مالية جديدة وهذا ما يزيد من نشاط سوق الإصدار وسوق التداول على حد سواء.

– تنشيط سوق التداول وحمايتها من المضاربة من خلال إسناد القيم السوقية على توقعات طويلة المدى للحد من الموجات المضاربية البحتة، وتوجيه سلوك عموم المستثمرين نحو الرغبة في المشاركة الايجابية لانجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمعات الخليجية بعيدا عن حصر الاهتمام في العائد النقدي المتوقع وهو في رأينا مدعاة إلى إضعاف الشعور الانتمائي للمساهمين إلى الشركات ذاتها، وهذا ما يؤدي إلى استمرار الإدارة غير الكفؤة للشركات بسبب تخطيها وظيفة المحاسبة والمساءلة.

– ضبط الممارسات التي من شأنها أن تولد ضغوطا على القيم السوقية للأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي والتي شهدت في السنوات الأخيرة انتشارا كبيرا، منها التعامل بالمشتقات المالية كما في سوق الأسهم الكويتي وتمادي البنوك في منح القروض المصرفية للمتاجرة في الأسهم وشيوع عمليات البيع على المكشوف.

– دفع المستثمرون المؤسسيون للعب دور فاعل في أسواق الأوراق المالية الخليجية وذلك كحل لتفادي الاستثمار العشوائي الذي يطبع الاستثمار الفردي، وإتخاذ قرارات استثمارية مبنية على قواعد وتحاليل علمية تسهم في تحقيق توازن في أداء هذه الأسواق من خلال إنشاء جهات مالية متخصصة في صناعة وتحليل المعلومات وتقييم الملاءة المالية للجهات صاحبة الإصدار.

– فتح المجال أمام توظيفات الأموال الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الخليجية بشكل مدروس بهدف تنشيطها والإفادة من خبراتها في ظل غياب المبادرات من رؤوس الأموال المحلية، وإضفاء صفة العمق على هذه الأسواق والتقليل من حدة التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم فيها.

– ضرورة مواكبة الجانب التشريعي والرقابي لوتيرة النمو المتسارعة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية الخليجية من خلال تطوير الأطر الرقابية وتعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح للحفاظ على الاتجاه الصعودي لهذه الأسواق وذلك من خلال: تطوير مهنة التدقيق والرقابة على الحسابات بما يتفق مع المعايير الدولية، تحقيق العدالة في توزيع المعلومات بين المستثمرين وإلزام الشركات المدرجة على تقديم تقارير ربع سنوية ونصف سنوية وسنوية في توقيتات محددة لتتبع أوضاع الشركات بشكل مستمر.

– تشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الخليجية من خلال إنشاء صناديق الاستثمار ذات الإدارة المحترفة والمتخصصة المناط بها تخفيض مستوى المخاطر في ظل انخفاض الوعي

الاستثماري لشرƷة كبيرة أمام المستثمرين الصغار وعدم قدرتم على اختيار التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق.

– فصل المهام التشريعية والرقابية عن المهام التنفيذية بشكل كامل في كل من أسواق قطر والبحرين والكويت، وهذا من شانۦ إضفاء صفة المرونة في التكيف مع المعطيات اϨديدة.

– ضرورة صياƹة إستراتيجية اقتصادية واضحة المعاƁ والأهداف شاملة لكل اϨوانب بين دول مجلس التعاون الخليجي، والتحول إƂ الإقليمية الخليجية باعتبارها وسيلة هامة لبلوǡ المواطنة الخليجية وأداة للتأثير في القرارات العالمية ذات العلاقة بالاقتصاديات الخليجية، خاصة أن الأزمة المالية سنة 2008 قد أعطت لدول مجلس التعاون الخليجي مكانة مالية عالمية هامة بسبب توفرها على احتياطات مالية في وقت جفت فيۦ منابع الأموال في كثير من الأقاليم، وأثبتت خطورة الاعتماد المتزايد على الاقتصاد الأمريكي الذي لا يعرف استقرارا بسبب التحولات البنيوية الŖ يعرفها.

– ضرورة إعادة هيكلة أسواق الأوراق المالية الخليجية ŠŞا يستجيب ويتلاءم مع معتقدات اŎتمعات الخليجية وعاداتا وتقاليدها، والتدرج في تكاملها مع الأسواق المالية الدولية حŕ تستبين خصائصها وملامحها الذاتية. واقصد بذلك إعادة ترتيب وهيكلة أسواق الأوراق المالية الخليجية ŠŞا يتوافق مع الشريعة الإسلامية باعتبار أن كل الدساتير الخليجية تقر أن الإسلام دين الدولة. والبحوƭ الفقهية في مجال الأسواق المالية تؤكد على اهتمام الإسلام ŏذه الأسواق كون الاهتمام ŏا من تمام إقامة الواجب في حفȘ المال وتنميتۦ، ƹير أن حالها في دول مجلس التعاون الخليجي يكشف أŒا ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية لتعاملها في كثير من الحالات بأدوات مالية تتعارض مع تعاليم ديننا الحنيف،كالتعامل بالسندات والأسهم الممتازة والمشتقات المالية، واعتماد Ńليات الشراء الهامشي والبيع على المكشوف.

ǔΣlƸالم ا ƻ ƸⱧʊə

أولا: المراجع باللغة العربية

❖ الكتب

1. القران الكريم.
2. أبادي، القاموس المحيط، الطبعة الخامسة، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1996)
3. إبراهيم مذكور، المعجم الوسيط، الطبعة الثانية، الجزء الأول، (القاهرة: دار التحرير،1999)
4. إبراهيم مصطفى، المعجم الوسيط، الجزء الثاني، (اسطنبول: المكتبة الإسلامية، 1990)
5. ابن الأثير الجزري، النهاية في غريب الحديث والأثر، (بيروت: المكتبة العلمية، 1978)
6. ابن خلدون، المقدمة، (لبنان: دار العلم، 1992)
7. أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، (بيروت: دار الجيل، 1981)
8. أحمد بن محمد بن على المقري، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، (بيروت: مكتبة لبنان، 1998)
9. أحمد بن محمد بن على المقري، المصباح المنير في غريب الشرح الكبير، (بيروت: مكتبة لبنان، 1998)
10. أحمد فهمي الإمام، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، (بيروت: اتحاد المصارف العربية،1979)
11. أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، (القاهرة: سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية،1992)
12. أديب ديمتري، دكتاتورية رأس المال،(دمشق:دار المدى للثقافة والنشر،2002)
13. ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية،(عمان: دار المسيرة،2004)
14. أرنولد دانييل، تحليل الأزمات الاقتصادية، ترجمة: عبد الأمير شمس الدين، (بيروت: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 1992)
15. اشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، (القاهرة: دار السلام،2006)
16. ألان منيك، الرأسمالية المساهمة، ترجمة: رياض صوما،(بيروت: دار الفارابي،2001)
17. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، (القاهرة: دار النهضة، د.ت)
18. بدرية البشير، وقع العولمة على مجتمعات الخليج العربي،(بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2008)
19. براني كوين، أسواق المال، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، (القاهرة: دار الفاروق، 2007)
20. برهان الدجاني، كتابات في الاقتصاد، الجزء الثاني، (بيروت: مؤسسة الدراسات الفلسطينية، 2004)

21. علاء الدين سعد وزكرياء سعد، محاضرات في الأسواق المالية والبورصات، (القاهرة: دار إسراء،2007)

22. توفيق المديني، التوتاليتارية: الليبرالية الجديدة والحرب على الإرهاب، (دمشق: اتحاد كتاب العرب، 2009)

23. جاك أدار، عولمة الاقتصاد من التشكل إلى المشكلات، ترجمة: مطانيوس حبيب،(دمشق:دار طلاس، 1998

24. جاك زيغلر، سادة العالم الجدد، ترجمة: محمد زكريا إسماعيل، بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، (2003

25. جان أرت شولت، التجارة والموارد المالية العالمية، في كتاب: عولمة السياسة المالية، إعداد: جان بيليتس، (مركز الإمارات للأبحاث، 2005)

26. جلال العظم وحسن حنفي، ما العولمة، (القاهرة: مركز الدراسات الإستراتيجية، 2000)

27. جلال جويدة القصاص، الأزمات المالية العالمية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2010)

28. جميل الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 1996)

29. حازم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2008)

30. حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، (عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، 2011)

31. حسين المصري، صناديق الاستثمار المشترك في القانون الكويتي والقانون المقارن، (الكويت: مطبوعات جامعة الكويت، 1995)

32. خالد أمين عبد الله ومحمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، (عمان: مركز دراسات الشرق الأوسط، 2008)

33. خليل الهندي وأنطوان الناشف، السياسات المصرفية والسوق المالية،(طرابلس: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000)

34. راشد الراوي، الموسوعة الاقتصادية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1971)

35. رجب بودبوس، مواقف، (بنغازي: الدار الجامعية للنشر والتوزيع والإعلان، 1998)

36. رضا صاحب أبو أحمد، إدارة المصارف، (عمان: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 2002)

37. رضا هلال، لعبة البترودولار، (القاهرة: دار سينيا للنشر، 1992)

38. رفيق يونس محمود المصري، الاقتصاد والأخلاق،(دمشق: دار القلم،2007)

39. زكرياء سلامة شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، (عمان: دار النفائس، 2007)

40. سالم بن سلام بن حميد الفليتي، حوكمة الشركات المساهمة في سلطنة عمان، (عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2010)

41. سامي مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية المعاصرة، (دمشق: دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، 2008)

42. سعد عبد الرحمن مطاوع، إدارة المؤسسات المالية والأسواق المالية، (القاهرة: دار الشرق للطباعة، 2007)

43. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998)

44. سعيد سعد مرطان، مدخل للفكر الاقتصادي في الإسلام، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1986)

45. سلطان بن ناصر السويدي، أسواق الأوراق المالية في الخليج: دورها في الاستقرار الاقتصادي، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاقتصادية، 2008)

46. سليمان القدسي، البطالة في دول مجلس التعاون الخليجي، (الإمارات: هيئة تنمية وتوظيف الموارد البشرية، 2006)

47. سليمان المنذري، الأسواق العربية لرأس المال، (بيروت: دار الرازي، 1987)

48. سميح مسعود، الأزمة المالية العالمية: نهاية الليبرالية المتوحشة، (عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2010)

49. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، (القاهرة: دار نهار، 1996)

50. سمير محمود ناصر، جماعات الضغط الدولية وأثارها السلبية على التطور الاقتصادي، (دمشق: دار الفرقد للطباعة والنشر والتوزيع، 2005)

51. سنƞ كقاƐيت، عولمة المال، ترجمة: رياض حسن، (الجزائر: المؤسسة الوطنية للنشر والإشهار، 2001)

52. السيد ولد أباه، عالم ما بعد 11 سبتمبر: الإشكالات الفكرية والإستراتيجية، (بيروت: الدار العربية للعلوم، 2004)

53. شدا خطيب جمال، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال،(عمان: دار المجدلاوي،2008)

54. شريف ƥالب، أسواق المال ورأس المال: دلالات خصخصة قطاع الطاقة في دول الخليج العربية،(الإمارات: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2000)

55. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي،(دمشق: دار الفكر المعاصر، 2002)

56. شوقي عبد الساهي، المال وطرق استثماره في الإسلام، الطبعة الثانية، (مكة: المكتبة الفيصلية، 1984)

57. صابر عبد ربه، موقف الصفوة من النظام العالمي الجديد، (الإسكندرية: دار الوفاء،2001)

58. صابر محمد حسن، الأزمة المالية العالمية وأثرها على السودان، (الخرطوم: بنك السودان المركزي، 2010)

59. صالح وهبي، قضايا عالمية معاصرة، (دمشق: مكتبة الأسد،2001)

60. صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الاقتصادية للعولمة على الاقتصاد المصرفي، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2003)

61. صفوت عبد السلام،الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال،(القاهرة:دار النهضة العربية 2006،)

62. صلاح الدين سيسي، قضايا معاصرة، (الإمارات: مكتبة دار الآداب، 1998)

63. صلاح الدين نامق، التنمية الاقتصادية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1972)

64. صلاح السحودة، بورصة الأوراق المالية، (القاهرة:دار المطابع،2000)

65. ضياء الدين الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986- 1989، (الجزائر: دار الهدى للطباعة والنشر، 1990)

66. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق المال خلال مدة التحول لاقتصاد السوق، (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005)

67. عاطف وليم اندراوس، آليات سوق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2006)

68. عباس كاظم السعدي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية،(عمان: دار صفاء،2010)

69. عبد الباسط وفاء محسن حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1996)

70. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية، (جدة: البنك الإسلامي للتنمية، 1425هـ)

71. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك،(الإسكندرية: الدار الجامعية،2001)

72. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك،(الإسكندرية: الدار الجامعية،2001)

73. عبد الرحمن عبد الله الحميدي وعبد الرحمن عبد المحسن خلف، النقود والبنوك والأسواق المالية، (الرياض: دار الخريجي، 1417ه)

74. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية:الدار الجامعية،2004)

75. عبد الله النوري، اتجاهات جديدة في اقتصاديات التعليم في البلاد العربية، (الدوحة: دار الثقافة، 1998)

76. عبد اللطيف الهميم، إدارة الأزمة وقيادة الصراع في الموروث الإسلامي المعاصر،(عمان: دار عمار، 2004)

77. عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003)

78. عبد المنعم أحمد التهامي، التمويل: مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1997)

79. عبد الوهاب المسيري وفتحي التركي، الحداثة وما بعد الحداثة، (دمشق: دار الفكر، 2003)

80. عثمان محمد غنيم وماجدة أحمد زنط، التنمية المستدامة: فلسفتها وأساليب تخطيطها وأدوات قياسها، (جدة: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2007)

81. عدلي شحادة قندح، التخاصية أحد نماذج التنمية الاقتصادية،(عمان: دار المجدلاوي،2003)

82. عزت عبد الحميد مرعي، رؤوس الأموال الساخنة والأزمات المالية والاقتصادية،(القاهرة: مركز المحروسة للبحوث والتدريب والنشر،2002)

83. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الشرع، (القاهرة: دار النشر للجامعات، 2006)

84. علاء الدين جبل، بورصة الأوراق المالية، (القاهرة: الهيئة المصرية للكتاب، 2007)

85. على حسن خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، (عمان: دار زهران للنشر والتوزيع، 2010)

86. على شحادة قندح، الأزمة المالية العالمية: الجذور، الأسباب، الآثار وخطط الإنقاذ، (عمان: جمعية البنوك الأردنية، 2009)

87. على شلبي، بورصة الأوراق المالية: دراسة علمية وعملية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1962)

88. على عبد القادر وخالد أبو إسماعيل، تحديات التنمية في الدول العربية،الجزء الأول،(القاهرة: المكتب الإقليمي للدول العربية وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي، 2009)

89. على محي الدين القره داغي، الأزمة المالية العالمية،(بيروت: دار البشائر الإسلامية،2009)

90. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، (أبو ظبي: شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002)

91. عماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000)

92. عماد محمد على عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، (بغداد: دار الحكمة،2002)

93. العيادي، الملكية في الإسلام، (عمان: مكتبة الأقصى، 1974)

94. غريغوري بالاست، أفضل ديمقراطية يستطيع المال شراؤها، ترجمة: مركز التعريب والترجمة، (بيروت: الدار العربية للعلوم، 2004)

95. فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسيا في الوطن العربي،(عمان: دار أيلة للنشر والتوزيع، 2008)

96. فراج محمد الهيمر، إدارة المنشات والأسواق المالية،(القاهرة: مطابع الدار الهندسية،2009)

97. فريد النجار،البورصات والهندسة المالية، (الإسكندرية:مكتبة شباب الجامعة،1999)

98. فريد راغب النجار، العمالة الأجنبية في الوطن العربي، (الإسكندرية: الدار الجامعية،2006)

99. فيصل محمد الكندري، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاع الاستثمار، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2009)

100. فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،(عمان: دار وائل،2008)

101. قارودي، العولمة المزعومة: الواقع والجذور والبدائل، ترجمة: محمد السبيطلي، (عمان: دار الشوكاني ودار صفاء، 1998)

102. كريستينا برنيت وآخرون، أثار الأزمة المالية والاقتصادية على البلدان العربية، (بيروت: منظمة العمل الدولية، 2009)

103. كمال حبيب وحازم الببلاوي، من النمو والتنمية إلى العولمة والغات، (طرابلس: المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000)

104. كمال عبد الحميد وزميله إبراهيم شحاتة، أساسيات المراجعة، (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1999)

105. ماجد المنيف، صناديق الثورة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية: الطفرة الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية- حالة مجلس التعاون لدول مجلس التعاون الخليجي، في: الطفرة المالية الثالثة والأزمة المالية العالمية، إعداد: على خليفة الكواري، (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2009)

106. ماهر مصطفي محمود، دور الآليات الرأسمالية في الأزمة المالية العالمية، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2009)

107. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة،الجزء الأول، (الرياض: كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع،2004)

108. محسن أحمد الخضيري، أمن الاستثمار في البورصات، (القاهرة: هلا للنشر والتوزيع، 2004)

109. محضير بن محمد، العولمة والواقع الجديد، المجلد السادس، (كوالالامبور: دار الفكر، 2004)

110. محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول،(الجزائر:دار الهومة،2003)

111. محمد البنا، أسواق النقد والمال،(القاهرة: دار زهراء الشرق،1996)

112. محمد أمين، حاشية ابن العابدين، الجزء الرابع، الطبعة الثانية، (بيروت: دار الفكر، 1936ه)

113. محمد الحسن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة الثالثة،(الرياض: مكتبة العبيكان، 1999)

114. محمد بن أبي سهل السرخسي، المبسوط، (بيروت: دار المعرفة، 1996)

115. محمد بن منظور، لسان العرب، الجزء العاشر، (بيروت: دار صادر، 1981)

116. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية: آلية عملها، شرعية التعامل فيها والرقابة القانونية عليها، (القاهرة: دار الكتب القانونية ودار شتات للنشر والبرمجيات، 2010)

117. محمد دويدار، العولمة الاقتصادية: مقولة علمية أم مقولة أيدلوجية، في: قضايا فكرية، إعداد: محمد أمين العالم، (القاهرة: قضايا فكرية للنشر والتوزيع، 2004)

118. محمد صالح الحناوي وإبراهيم جلال العظم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005)

119. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، (الإسكندرية: الدار الجامعية، دت)

120. محمد صالح القريشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، (عمان: دار إثراء للنشر،2009)

121. محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، (السعودية: دار زاد للنشر،2009)

122. محمد عبد الحميد العطية، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال،(الإسكندرية: دار التعليم الجامعي، 2010)

123. محمد عبد الوهاب الغزاوي وعبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية، (عمان: دار إثراء للنشر،2010)

124. محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية، (بغداد: دار الكتب للطباعة والنشر، دت)

125. محمد كركوش، في الأزمة: النمو مجرد النمو مبدأ الخلية السرطانية، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاقتصادية، 2009)

126. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثالثة،(عمان: دار وائل للنشر،2004)

127. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية،(بيروت: دار النفائس،2009)

128. محمود محمد الداغر،الأسواق المالية،(عمان: دار الشروق،2005)

129. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول،(الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية،1993)

130. مفلح محمد العقل، وجهات نظر مصرفية، الجزء الثاني، (عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006)

131. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، (بيروت: المؤسسة العربية المصرفية، 1994)

132. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، (الإسكندرية: منشأة المعارف،1999)

133. منير صالح هندي ورجية قرياقص، أسواق المال،(الإسكندرية: مكتبة الإشعاع،1997)

134. ميتشل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة: محمود حسن حسني،(السعودية، دار المريخ للنشر،2006)

135. نادي روما، وقف النمو، ترجمة: عيسى عصفور،(دمشق: وزارة الثقافة والإرشاد القومي،1979)

136. نادية أبو فخره مكاوي، اتجاه معاصر في إدارة المنشات والأسواق المالية، (القاهرة: مكتبة النهضة العربية، 1990)

137. ناهد طلاس العجة، تحدي العولمة، ترجمة: محمد عرب صاصيلا،(دمشق: مكتبة دار طلاس،2007)

138. نعيمة شومان، العولمة بين النظم التكنولوجية الحديثة، (بيروت: مؤسسة الرسالة، 1998)

139. يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي، (القاهرة: دار الصابوني،1993)

دراسات ودوريات

140. إبراهيم أونور، تذبذب أسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 94، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2010)

141. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم الخليجية، سلسلة جسر التنمية، العدد 80، (الكويت: معهد التخطيط العرŸ، 2009)

142. ƥد أبو الفتوح الناقة، أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر، في: حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحرŸ وعبيد ا ! محمد ƥزة عبد الغƚ، (جدة: مركز النشر العلمي Ƨامعة الملك عبد العزيز، 2009)

143. أƥد الكواز، تقييم التجربة التنموية لدول مجلس التعاون الخليجي، سلسلة الخƎاء، العدد 40، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2008)

144. ƥد حسين راشد الكبيسي، مقومات ƱاƟ الأسواق المالية، مجلة سوق المال، عدد خاص، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، 2005)

145. ƥد مهدي بلوافي، أزمة عقار أم أزمة نظام، في: حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحرŸ وعبيد ا ! محمد ƥزة عبد الغƚ، (جدة: مركز النشر العلمي Ƨامعة الملك عبد العزيز، 2009)

146. أنور هاقان قوشان، أزمة شرق أسيا عن طريق بلدان مؤتمر التعاون الإسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي، العدد 24، (أنقرة: منظمة التعاون الإسلامي، 2001)

147. إيهان كوزي واسوار براساد، العولمة المالية، مجلة التمويل والتنمية، اŎلد 44، العدد 01، (واشنطون،صندوق النقد الدولي، 2007)

148. بلقاسم العباس، تحديات النمو الاقتصادي في الدول الخليجية، سلسلة جسر التنمية، العدد 109، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، جانفي 2012)

149. جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيرها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، (أبوظبي: صندوق النقد العرŸ، 2011)

150. جودة عبد الخالق، الأزمة المالية: أزمة نظام لا أزمة سياسات، مجلة السياسة الدولية، العدد 175،(القاهرة: مؤسسة الأهرام، 2008)

151. جيرد هاوسلر، عولمة التمويل، مجلة التمويل والتنمية، اĬلد 39، العدد 01، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، مارس 2002)

152. حسان الخضر، الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2004)

153. حسين الدين الأسرج، الاستثمار الأجنبي المباشر وسياسات الدول العربية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 83، (الكويت: بنك الكويت الصناعي، 2005)

154. خالد بن محمد عبد ا! القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة الملك عبد العزيز، اĬلد 18، العدد 01، (الرياض: جامعة الملك عبد العزيز، 2004)

155. رمزي زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، سلسلة عاƁ المعرفة، العدد 226، (الكويت: اĬلس الوطǐ للثقافة والفنون والآداب، 1998)

156. رمضان على الشراح، دعائم تنشيط سوق الدوحة للأوراق المالية، مجلة السوق، العدد 05، (سوق الدوحة للأوراق المالية، 2005)

157. روز ليفين، أسواق الأوراق المالية: دفعة قوية للنمو، مجلة التمويل والتنمية، اĬلد الثاني، العدد 03، (واشنطون، صندوق النقد الدولي، 1997)

158. زياد الدباس، ملكية الحكومات تقلص فرص المستثمرين، مجلة سوق المال، العدد 01، (فلسطين: سوق فلسطين للأوراق المالية، جانفي 2007)

159. سوق مسقط للأوراق المالية، الإقبال الكبير على الإصدارات الأولية يثير Ƭاوف البورصات الخليجية، مجلة سوق المال، العدد 33، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، ماي 2005)

.160 سوق مسقط للأوراق المالية، نسب التغيرات في مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والناشئة والعربية، مجلة سوق المال، العدد 44، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، افريل 2010)

.161 شريف شعبان مƎوō، صناديق الثورة السيادية بين التحديات الغربية والأفاق الخليجية، دراسات إستراتيجية، العدد 146، (أبو ظبي: مركز الإمارات للدراسات والبحوϘ الإستراتيجية،2009)

.162 صƎي عادل إبراهيم، العولمة الاقتصادية: الفوائد والمحاذير، كتاب الأهرام، العدد 227،(القاهرة: مؤسسة الأهرام، 2006)

.163 طارق الماضي، التحول إБ شركات المساهمة: الضمان الأوحد لاستمرار الشركات العائلية، مجلة تداول، العدد 08، (الرياض: هيئة سوق المال، ربيع 2004)

.164 طارق نوير، تاثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسة الاقتصادية، اϴلد 11، العدد 01، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2009)

.165 عادل رزق، التمويل المصرفي والتوريق، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، اϴلد 16، العدد 02، (عمان: جمعية الدراسات المالية والمصرفية ، جوان 2008)

.166 عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما ǂمع الأزمة، في: الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، إعداد: مجموعة من الباحثين، (جدة: مركز النشر العلمي Ϧامعة الملك عبد العزيز،2009)

.167 عبد المنعم سيد على، دور اƨهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية العربية، دراسات إستراتيجية، العدد 16، (الإمارات: مركز الإمارات للدراسات والبحوϘ الإستراتيجية، 1998)

.168 على خليل أبو العينين، الشريعة الإسلامية والتنمية، مجلة رسالة الخليج، العدد 22، (الرياض: ، 1987)

.169 على زميع، أسواق الأوراق المالية الخليجية: التحديات والمخاطر، مجلة سوق المال، العدد 31، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، أكتوبر 2005)

.170 عمر محمد عثمان صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية الصاعدة في التنمية الاقتصادية، اϴلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد 11، (القاهرة: مكتبة عين Ƽس، 2005)

.171 فؤاد مرسي، العولمة تجدد نفسها، سلسلة عاƁ المعرفة، العدد 147، (الكويت:اϴلس الوطǊ للثقافة والفنون والآداب،1990)

172. لؤي البطاينة، أهمية تفعيل سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاقتصادية، مجلة سوق المال، العدد 48، (مسقط: الهيئة الهامة لسوق المال، أفريل 2010)

173. محمد سالم سرور الصبيان، عائدات النفط المرتفعة: هل تؤدي إلى تسريع الإصلاحات الاقتصادية الخليجية، مجلة النفط والتعاون العربي، المجلد 30، العدد 111، (الرياض: الأمانة العامة لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول، 2004)

174. مساعد النمر، سوق الأسهم السعودية: عشرون عاما من الانجازات، مجلة تداول، العدد 12، (الرياض: هيئة سوق المال، ربيع 2005)

175. مصطفي عبد العزيز مرسي، الأهمية النسبية لخصوصية مجلس التعاون لدول الخليج العربية ومتطلبات التكامل، دراسات إستراتيجية، العدد 96، (الإمارات: مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، 2004)

176. نوزاد عبد الرحمن الهيتي، التنمية العربية في عالم متغير، أوراق الجزيرة، العدد 11، (الدوحة: مركز الجزيرة للدراسات، 2009)

177. هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، (الكويت: بنك الكويت الصناعي، 1999)

178. الهيئة العامة لسوق المال، ارتفاع القيمة الرأسمالية لأسواق المال الخليجية، مجلة سوق المال، العدد 32، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، 2006)

179. وشاح رزاق وآخرون، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على دول الخليج، سلسلة الخبراء، العدد 32، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)

180. ولد عبد مولاه، دور القطاع التمويلي في التنمية، سلسلة جسر التنمية، العدد 85، (الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2009)

181. وليد بن نعمة الهزاع، حوكمة الشركات: أهمية تطبيق معايير الحوكمة الرشيدة وقواعدها في المؤسسات المالية والبنوك بدول مجلس التعاون الخليجي وأثره الايجابي على تنامي الاقتصاد الخليجي، سلسلة المسيرة، العدد 09، (الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2009)

182. علي بن سعيد الجابري، دور المصارف في تطوير أسواق الأوراق المالية، مجلة سوق المال، العدد 28، (مسقط: الهيئة العامة لسوق المال، 2005)

183. يوسف الخليفة اليوسف، هل القطاع النفطي محركة للتنمية أم معيقة لها، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد 32، العدد الأول، 2004.

الندوات والملتقيات والتقارير

184. أبو بكر الأمين الدسوقي، المستثمرون المؤسسيون، ندوة حول المصارف العربية والعودة إلى المستقبل، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2002)

185. أحمد أبو الفتوح الناقة، أثار عدم تماثل المعرفة في الأسواق المالية على تشكيل الملامح الأساسية للهيكل المالي المعاصر، في: حوار الأربعاء، إعداد: خالد سعد محمد الحربي وعبيد الله محمد حمزة عبد الغني، (جدة: مركز النشر العلمي بجامعة الملك عبد العزيز، 2009)

186. الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، السوق الموازية، (فلسطين: الهيئة العامة لسوق رأس المال،2008)

187. أسامة الأنصاري، ندوة تطوير البنية المالية التحتية في الوطن العربي، تحرير: عبد الرحمن صبري، (عمان: منتدى الفكر العربي،1997)

188. أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم والسندات وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، (الإمارات: هيئة الأوراق المالية والسلع، 2005)

189. الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية العدد 18، (الرياض: الأمانة العامة،2010)

190. الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية، العدد 18، (الرياض: إدارة الإحصاء،2010)

191. الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، رأس المال الأجنبي في دول مجلس التعاون الخليجي، (الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي،2008)

192. بيت الاستثمار العالمي، تقرير عن ربحية الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي خلال سنة 2008، ابريل 2009.

193. التقرير السنوي للامين العام لمنظمة الأقطار العربية المصدرة للنفط، العدد 36، (الكويت: المنظمة العربية للأقطار المصدرة للنفط، 2000)

194. ديتو محمد، نحو أسواق عمل منتجة ومستدامة في دول مجلس التعاون الخليجي، المنتدى العربي للتنمية والتشغيل، (الدوحة: منظمة العمل الدولية، 2008)

195. رضا على فتحي المنسي، إشكالية العلاقة بين الاقتصاد المالي والحقيقي ودورها في امتصاص الأزمة المالية الراهنة، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية، (مصر: جامعة المنصورة، أفريل 2009)

196. روبرت سالمون، المؤسسات العاملة في السوق المالية، مؤتمر تطوير سوق الأسهم في الكويت، (الكويت: منشورات بغرفة التجارة والصناعة، 1987)

197. رمضان على الشراح، استشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مؤتمر اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي: فرص القرن الحادي والعشرين، (الإحساء: كلية العلوم الإدارية والتخطيط بجامعة الملك فيصل، 13/15 فيفري 2001)

198. سمير بودينار، تأثيرات الهجرة غير القانونية من إفريقيا إلى دول العبور، ندوة حول الهجرة العربية الإفريقية إلى الخارج: المشكلات والحلول،(القاهرة: جامعة الدول العربية، 2008)

199. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية: النشرة الفصلية، العدد 58، (أبوظبي: صندوق النقد العربي، الربع الثاني 2009)

200. صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها، عدد خاص،(أبوظبي: صندوق النقد العربي، 1997)

201. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، العدد 49، (الكويت: صندوق النقد العربي، 2007)

202. طلال ناصر الدين، التحول من الشركات العائلية اБ الشركات المساهمة العامة: تجارب فلسطينية، وقائع الملتقى السنوي الثاϘ لسوق رأس المال الفلسطيɨ، (فلسطين: سوق فلسطين للأوراق المالية، 2009)

203. عبد الرϸن عبد الماحي، العولمة واستلاب الحقوق، مؤتمر حقوق الإنسان في الشريعة والقانون: التحديات والحلول، (الأردن: جامعة الزرقاء، 2000)

204. عبد اϾيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد العرŸ والإسلامي، (طرابلس: جامعة جنان، 2009)

205. عدنان الهادي، التوريق كأداة مالية حديثة، مؤتمر حول الواقع المصرفي الدولي والعرŸ ومƎرات التوريق،(بيروت: اتحاد المصارف العربية، 1995)

206. عدنان الهندي، دور المصارف في تنشيط التداول بالبورصات العربية، ملتقى عرŸ حول إستراتيجية تنشيط البورصات العربية والربط بينها، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 1994)

207. عدنان بسيسو، سوق الوحدات المصرفية الخارجية في البحرين، أعمال المؤتمر حول أسواق رأس المال في الدول العربية: واقعها ومجالات تطويرها،(ابوظبي: صندوق النقد العرŸ، 1984)

208. عدنان قبابة وآخرون، تعزيز حوكمة الشركات في فلسطين، (رام ا!: أϧاث السياسة الاقتصادية الفلسطينية، 2008)

209. عطية عبد الحليم صقر، تطور سوق المال في مصر، اϘوϧ المؤتمر الأول لكلية التجارة، (القاهرة: جامعة الأزهر، 1997)

210. فيليب امسترونج، حوافز الاستثمار في حوكمة الشركات، منتدى حول تشجيع حوكمة الشركات في دول المينا، (واشنطون: مؤسسة التمويل الدولية، 2006)

211. كاظم جاسم العيساوي، العولمة وانعكاساēا على عملية التنمية في الدول النامية، المؤتمر الدولي الأول حول العولمة وأبعادها الاقتصادية،(الأردن: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الإدارية ƅامعة الزرقاء، 2000)

212. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرŸ أسيا، استجابة للعولمة: ربط الأسواق المالية من اجل تحقيق التكامل الإقليمي في منطقة الاسكوا، (نيويورƃ: الأمم المتحدة، 2004)

213. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب أسيا، الاتجاهات الاقتصادية وأثارها: سلوكيات القطاع المصرفي وكفاءته في مجال الإقراض في بلدان أعضاء الاسكوا، العدد الثالث، (نيويورك: الأمم المتحدة،2005)

214. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب أسيا، تطوير الأسواق المالية وإصلاح مؤسساتها، (نيويورك: الأمانة العامة للأمم المتحدة، 2005)

215. مجدي عبد القادر إبراهيم، القضايا الأساسية للهجرة الدولية والتنمية في إقليم المشرق العربي ودول مجلس التعاون الخليجي، تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا حول الهجرة، (نيويورك: الأمم المتحدة،2010)

216. مجموعة السامبا المالية، الأفاق الاقتصادية لدول مجلس التعاون الخليجي، سلسلة تقارير، (الرياض: الدائرة الاقتصادية، افريل 2010)

217. مجموعة السامبا المالية، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في النمو، سلسلة تقارير، (الرياض: الدائرة الاقتصادية، افريل 2010)

218. محمد أبو منصور، خطط الإنقاذ المباشرة ومدى جدواها في علاج الأزمة وتأثيراتها، ندوة بعنوان الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، (عمان: مركز دراسات الشرق الأوسط)

219. محمد الحبيب ابن الخوجة، مع النمور الأسيوية والى أين، ندوة حول لماذا احترقت النمور الآسيوية، (الرباط: أكاديمية المملكة المغربية، 1998)

220. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، (الرياض: الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 2008)

221. محمد بن على العقلا، الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، (الإمارات: كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات، 2005)

222. محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي: دراسة مقارنة تحليلية، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، (الرياض: الجمعية الاقتصادية السعودية، 2005)

.223 محمد صاĀ الحمايدي، التأثير المتبادل بين الخوصصة والبورصات العربية، ندوة حول استراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها،(بيروت: اتحاد المصارف العربية، 1994)

.224 مركز المعلومات بالأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، النشرة الإحصائية، العدد 18، (الرياض: الأمانة العامة لدول مجلس التعاون الخليجي، 2009)

.225 مصطفى دسوقي كسبة، المستقبل الاقتصادي للعاǁ الإسلامي في ظل العولمة، أĀاĀ المؤتمر الخامس عشر للمجلس الأعلى للشؤون الإسلامية حول الأمة الإسلامية، (القاهرة: اĐلس الأعلى للشؤون الإسلامية،2003)

.226 معن النسور، الأزمة المالية العالمية وتأثيراتا على أسواق المال والتجارة والاقتصاديات العربية، ندوة بعنوان الأزمة المالية الدولية وانعكاساتا على أسواق المال والاقتصاد العرŸ، (عمان: مركز دراسات الشرق الأوسط)

.227 المعهد العرŸ للتخطيط، تقرير التنافسية الدولية 2009، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2009)

.228 المعهد العرŸ للتخطيط، تقرير التنافسية العربية 2009، (الكويت: المعهد العرŸ للتخطيط، 2009)

.229 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وبورصة عمان الدولي، أسواق الأوراق المالية العربية: تنظيمها، أدواتا وأوضاع التعامل فيها، (الكويت: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1985)

.230 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان الدولي، نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، (الإمارات: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1994)

.231 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2002، (الكويت: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2002)

.232 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005،(الكويت:المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2005)

.233 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، (الكويت:المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2005)

.234 هشام البساط، دروس وعΞ: فورة أسواق رأس المال العربية وتراجعها في الفترة 2004-2006، ندوة استثمار الفوائR المالية، (عمان: اϵمعية العربية للبحوQ الاقتصادية، 2006)

235. هشام جƎ، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة، (نابلس: جامعة النجاح الوطنية، 2005)

236. ǯي بن سعيد اƏابري، تعزيز الربط بين أسواق المال العربية، مؤتمر إعادة هندسة التعاون المصرفي العرŸ، (بيروت: اتحاد المصارف العربية، 2001)

الوثائƼ الالكترونية

237. إبراهيم أونور، حلقات نقاê حول: كفاءة بنوŌ دول مجلس التعاون الخليجي، المعهد العرŸ للتخطيط، www.arab-opi.org، تاريǸ الإطلاع: 28.11.2011

238. الاتحاد الدولي للبورصات، www.world-exchanges.org

239. اتحاد ƹرف دول مجلس التعاون الخليجي، حجم الديون الشخصية في الخليج تقارب 200 مليار دولار، www.fgccc.org، تاريǸ الإطلاع: 15.11.2011

240. إكرام يوسف، صرعة المضاربة في الأسواق العربية: ƉاطƎ وتداعيات، الحوار المتمدن، www.ahewar.org، تاريǸ الإطلاع: 08.11.2011

241. بدر العتيبي، أصول مؤسسة النقد السعودي ترتفع إƂ 427.5 مليار دولار، جريدة الرياض، العدد 157842، الأحد: 31.06.2011، www.alriyadh.com.

242. بيانات البنك الدولي: http://data.albankaldawli.org.

243. جريدة أخبار الخليج، الشركات العائلية الخليجية وضرورة تكوينها، العدد 12305 الصادرة يوم: 01.11.2011، www.akhbar-alkhaleej.com، تاريخ الإطلاع: 01.11.2011

244. جريدة الاتحاد، تعليق التداول على ربح الشركات المدرجة في سوق الكويت، تاريخ النشر: 17.11.2011، www.alitihad.ae، تاريخ الإطلاع: 30.11.2011

245. جريدة الرأي، ركن الاقتصاد، العدد 11798، www.alraimedia.com، تاريخ الإطلاع: 20 أكتوبر 2001.

246. عبد القادر طالب، المتطلبات التشريعية لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة بدول الخليج، www.sudanlaws.net، تاريخ الإطلاع: 04.12.2011

247. على حسن باكير، الفقر في أمريكا: أرقام وشواهد، bakeer www.ali maktoobblog.com، تاريخ الإطلاع: 07.06.2011

248. عيسى الفرجات، واقع المشاريع الصغيرة والمتوسطة في العالم العربي، www.ecoanalysiblog.maktoobblog.com، تاريخ الإطلاع: 15.11.2011

249. اللجنة التوجيهية الدولية للتصديق لحماية حقوق المهاجرين، الاتفاقية الدولية لحماية حقوق جميع العمال المهاجرين وأفراد أسرهم، ديسمبر 2009، www.migrantsrights.org، تاريخ الإطلاع: 20.02.2011.

250. محمد إبراهيم السقا، فقاعة الدوت كوم، مجلة الاقتصادية الالكترونية، العدد 6157، 20 أوت 2010، www.aleqt.com، تاريخ الإطلاع: 20.12.2011

251. محمد فلاح الزعبي، الإنفاق العسكري في الخليج لمصلحة من؟ مجلة العصر، www.alasr.vs، تاريخ الإطلاع: 16.07.2011

252. مركز اسبار للدراسات والبحوث والإعلام، الأضرار والمخاطر التي تسببت فيها انهيار سوق الأسهم السعودي، www.asbar.com، تاريخ الإطلاع: 12.15.2008، ص 81.

253. مركز الأبحاث الاقتصادية والاجتماعية، الأزمة المالية العالمية سنة 2008،(اسطنبول: منظمة المؤتمر الإسلامي، 2009)، www.sesric.org.

254. مرĆ بدر الدين، ارتفاع سوق السندات الخليجية إБ 57 مليار دولار سنة 2010، www.almogaz.com، تاريŇ الإطلاع: 29.11.2011

255. هنري عزام، الصناديق السيادية في الخليج، يومية النهار، العدد 625 ، www.alnahar.com، تاريŇ الإطلاع: 30.05.2009

256. ويكيبيديا، المرض الهولندي، www.ar.wikipedia.org، تاريŇ الإطلاع: 10.07.2011

ثانيا: المراجع بالل8ة الأجنبية

En français

A/ Ouvrages

257. Alain Martinet, Lexique de gestion, 5eme édition, (Paris : Dalloz,2000)

258. André Orléan , De l'euphorie à la panique : penser a la crise financière,(Paris : édition rue d'ulm,2009)

259. Bellatante, La bourse : temple de la spéculation ou marché financies, 3eme édition,(Paris : Hatier,1991)

260. Brian Keely et Patrick Love, de la crise à la reprise,(Genève : OCDE, 2010)

261. Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains, (Paris : Groupe Eyrolles et les Echos éditions, 2009)

262. Christian Chavagneux, une brève histoire des crise financières,(Paris : La Découverte,2011)

263. F. Leroux, Marches internationaux des capitaux, 2 eme édition, (Paris : Montréal,1995)

264. Jean Pierre Allégret et Bernard Courbis, monnaies et finance et mondialisation,(Paris : édition Vuibert, 2003)

265. Jean Pierre Faurgere et Collette voisin, le système financier international, 5eme édition,(Paris : Mathan,2000)

266. Norbert Gaillard, Les agences de notation,(Paris : La Découvert,2010).

267. Olivier Lacoste, Comprendre les crises financières, (Paris : édition Eyrolles, 2009).

268. Philippe Arvisenet et Jean pierre petit, économie international : la place des banques, (Paris : dunod, 1999)

269. Pierre-Cyrille Hautcoeur, la crise de 1929, (Paris : la découverte,2009)

270. Thiry Bechu, économie et marches financiers, (Paris : édition Eyrolles, 2007)

B/ **Périodiques et Rapports**

271. Banque de France, bilan et perspective des fonds souverains, magazine Focus, n ;28, (Montpelier : focus sarl, 2008)

272. Jacques Adda et Autres, les marches financiers, revue Alternatives économiques, n ; 87, (Paris : AUD Press, janvier 2011)

273. Organisation mondial du commerce, statistiques du commerce international,(Genève : publication de omc,2009)

C/ Fichiers électroniques

274. Hicham Assalih, les marches financiers émergents, www.soeco.univ-poitiers.fr, date de révision : 04.05.2011

En Englais

A/ A Book

275. Augusto de le torre and Sergio shumkler, emerging capital markets and globalization, (Washington: stand ford university press, 2006)

276. Jose Antonio ocampo and Juan martin, Mondialisation and développement, (chili : publication of unies nation, 2005)

277. Michael Mandel, the coming international and depression, (London: Prentice hall, 2001)

278. Paul Hall wood and Ronald Macdonald, international money, second edition,(new York : basil Blackwell, 1984)

B/ Reports

279. The financial crisis commission, the financial crisis, (Washington: official government edition, 2011)

280. Mackinsey global institute, global capital markets: entering a new ara,(San Francisco: 2009)

281. Jeff Madura, financial market and institutions,(Washington: west publishing, 1992)

282. Philip Turner, capital flows in the 1980s: a survey major trends, bis economic papers,n;30, (new York: bank of international sttatments,1991)

C/ Email- paper

283. Alsrag Hussein, The role of Nile stock exchange in the development of small and medium-sized enterprises in Egypt, MPRA paper, no: 12364, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12364, December 2008.

284. Exchange world data, www.exchanges-world.com

285. International money fund data, www.imf.com

286. Jeffrey frenkel, introduction to internalization of equity market, www.nber.org, date of revision: 14.05.2011

287. World bank data, www.world-bank.com